Nguồn tài chính trong nước và nước ngoài cho tăng trưởng ở Việt Nam

Chủ biên: ***TS. Nguyễn Ngọc Sơn***
TS. Trần Thị Thanh Tú

Ấn phẩm này được xuất bản với sự hỗ trợ từ Chương trình *Trung tâm tài năng thế kỷ 21* của Bộ Giáo dục, Văn hóa, Thể thao, Khoa học và Công nghệ Nhật Bản (MEXT).

© Diễn đàn Phát triển Việt Nam, 2007.

Xuất bản tại Việt Nam. Bản quyền thuộc về Diễn đàn Phát triển Việt Nam. Nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Diễn đàn Phát triển Việt Nam, cấm in, tái bản và dịch sang các ngôn ngữ khác một phần hoặc toàn bộ ấn phẩm này dưới bất kỳ một hình thức nào, bao gồm cả photocopy và đăng tải trên các trang điện tử.

MỤC LỤC

Giới thiệu tác giả 5

Lời cảm ơn 6

Giới thiệu và tóm tắt nội dung 7
TS. Nguyễn Ngọc Sơn và TS. Trần Thị Thanh Tú

Chương 1: Cân đối tiết kiệm – đầu tư và tăng trưởng kinh tế Việt Nam 9
TS. Nguyễn Ngọc Sơn

Chương 2: Quản lý các luồng vốn: trường hợp của Việt Nam.....49
TS. Võ Trí Thành và Phạm Chí Quang

Chương 3: Tăng trưởng kinh tế và đầu tư trực tiếp nước ngoài tại Việt Nam ...113
TS. Nguyễn Phi Lân

Chương 4: Ước lượng hiệu quả của Viện trợ phát triển chính thức (ODA).....129
đối với tăng trưởng kinh tế Việt Nam
Thạc sỹ Nguyễn Hoàng Phương

Chương 5: Định hướng thu hút và sử dụng vốn 145
Viện trợ Phát triển Chính thức (ODA) tại Việt Nam
TS. Lê Quốc Hội

Chương 6: Cổ phần hóa ở Việt Nam: quản trị doanh nghiệp.....159
TS. Quách Mạnh Hào

Chương 7: Phát triển thị trường trái phiếu ở Việt Nam 181
TS. Trần Thị Thanh Tú

DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT

ADB	Ngân hàng Phát triển Châu Á
APEC	Diễn đàn hợp tác Châu Á Thái Bình Dương
ASEAN	Hiệp hội các nước Đông Nam Á
BOP	Cán cân thanh toán
DAC	Ủy ban Viện trợ phát triển
DNNN	Doanh nghiệp nhà nước
EU	Liên minh Châu Âu
EVN	Tổng công ty điện lực Việt Nam
GDP	Tổng sản phẩm trong nước
FIEs	Doanh nghiệp đầu tư trực tiếp nước ngoài
FTAs	Khu vực mậu dịch tự do
GNI	Tổng thu nhập quốc gia
HOSTC	Trung tâm giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh
HASTC	Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội
IBRD	Ngân hàng Tái thiết và Phát triển Quốc tế
ICOR	Hệ số gia tăng vốn sản lượng
IDA	Hiệp hội Phát triển Quốc tế
IPO	Phát hành cổ phiếu lần đầu
FDI	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
LIC	Nước có thu nhập thấp
MIC	Nước có thu nhập trung bình
NGOs	Các tổ chức phi chính phủ
NHTMNN	Ngân hàng thương mại nhà nước
ODA	Viện trợ Phát triển Chính thức
OECD	Diễn đàn hợp tác và phát triển kinh tế
TTCK	Thị trường chứng khoán
WTO	Tổ chức Thương mại Thế giới

GIỚI THIỆU TÁC GIẢ

NGUYỄN NGỌC SƠN là giảng viên khoa Kế hoạch và Phát triển, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân Hà Nội, và là nghiên cứu viên Diễn đàn Phát triển Việt Nam. Chủ đề nghiên cứu chủ yếu của ông là các vấn đề tăng trưởng và phát triển kinh tế như xóa đói giảm nghèo, công bằng và bất bình đẳng. Ông Sơn đã có nhiều báo cáo và bài báo chuyên ngành về các chủ đề này. Ông nhận bằng Tiến sỹ kinh tế tại Học viện Quản lý Moscow.

VÕ TRÍ THÀNH là nghiên cứu viên của Viện quản lý Kinh tế Trung Ương, Bộ Kế hoạch và Đầu tư. Lĩnh vực nghiên cứu chính của ông hiện nay là tài chính và hội nhập kinh tế quốc tế. Ông là một trong những chuyên gia có uy tín về các lĩnh vực này và đã có nhiều các báo cáo và bài báo đăng trên các tạp chí chuyên ngành.

PHẠM CHÍ QUANG hiện đang là nghiên cứu sinh tại Đại học Heriot-Watt ở Edinburgh, Scotland.

NGUYỄN PHI LÂN là giảng viên của Trường Đại học Kinh tế Quốc dân Hà Nội. Chủ đề nghiên cứu chính là kinh tế phát triển như tăng trưởng và các nguồn lực cho tăng trưởng. Ông Lân nhận bằng Tiến sỹ tại trường đại học South Australia

NGUYỄN HOÀNG PHƯƠNG là chuyên viên tại Vụ Quan hệ quốc tế, Bộ Kế hoạch đầu tư. Vấn đề ông quan tâm là thu hút và sử dụng ODA. Ông Phương tốt nghiệp Thạc sỹ tại Nhật Bản và đang làm nghiên cứu sinh tại Australia.

LÊ QUỐC HỘI là giảng viên của khoa Kinh tế học, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân Hà Nội, và nghiên cứu viên Diễn đàn Phát triển Việt Nam. Chủ đề nghiên cứu chủ yếu của ông là các vấn đề kinh tế vĩ mô như tăng trưởng, là lạm phát, các nguồn lực cho phát triển. Ông đã có nhiều báo cáo và bài báo đăng trên các tạp chí chuyên ngành. Ông Hội nhận bằng Tiến sỹ tại trường Adelaide, Australia.

QUÁCH MẠNH HÀO là giảng viên của khoa Tài chính - Ngân hàng. Tốt nghiệp Tiến sỹ tại Anh và nghiên cứu trao đổi của Chương trình Fullbright. Các vấn đề nghiên cứu chính của Ông là tài chính, thị trường chứng khoán.

TRẦN THỊ THANH TÚ là giảng viên của khoa Ngân hàng – Tài chính, Đại học Kinh tế Quốc dân Hà Nội, và là nghiên cứu viên Diễn đàn Phát triển Việt Nam. Vấn đề nghiên cứu chính của bà Tú là vấn đề tài chính, ngân hàng, chuyên sâu vào cơ cấu vốn. Bà Tú nhận bằng Tiến sỹ tại trường Đại học Kinh tế Quốc dân. Bà đã có nhiều bài báo, báo cáo khoa học đăng trên các tạp chí chuyên ngành.

LỜI CẢM ƠN

Cuốn sách này tập hợp nhiều bài báo của các nghiên cứu viên thuộc Diễn đàn Phát triển Việt Nam, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân, Viện quản lý Kinh tế Trung Ương và Bộ Kế hoạch và Đầu tư. Các bài nghiên cứu này đã được các tác giả trình bày tại các hội thảo khoa học trong nước và quốc tế. Thay mặt cho các tác giả, chúng tôi xin chân thành cám ơn các tổ chức và cá nhân đã hỗ trợ nhiệt tình đối với các tác giả trong quá trình nghiên cứu và báo cáo. Sự hỗ trợ của các quý vị góp phần to lớn vào sự ra đời của cuốn sách này.

Về phía Diễn đàn Phát triển Việt Nam, chúng tôi xin chân thành cảm ơn Giáo sư Kenichi Ohno của Viện nghiên cứu Chính sách quốc gia (GRIPS), Tokyo và Giám đốc nghiên cứu phía Nhật Bản tại Việt Nam và PGS.TS Phạm Hồng Chương, Giám đốc điều hành Diễn đàn Phát triển Việt Nam, trong việc tạo điều kiện thuận lợi nhất để các tác giả có thể hoàn thành cuốn sách này. Chúng tôi xin cảm ơn sự động viên, đóng góp ý kiến của các đồng nghiệp Diễn đàn Phát triển Việt Nam trong quá trình viết và xuất bản cuốn sách này. Chúng tôi cũng đặc biệt cảm ơn bà Vũ Thu Hằng, trợ lý nghiên cứu của Diễn đàn phát triển Việt Nam, trong việc giúp đỡ chúng tôi đọc bản thảo, bản bông và bản in của cuốn sách.

Về phía Viện nghiên cứu chính sách quốc gia (GRIPS), chúng tôi xin chân thành cảm ơn ban lãnh đạo Viện và các nghiên cứu viên và trợ lý của Diễn đàn phát triển GRIPS (GDF) và Diễn đàn phát triển Việt Nam tại Tokyo trong suốt quá trình chúng tôi chuẩn bị bản thảo của cuốn sách cũng như các công việc hành chính liên quan. Đặc biệt, chúng tôi xin chân thành cảm ơn Bà Azko Hayashida trợ lý dự án, trợ lý của diễn đàn phát triển (GRIPS)

Cuối cùng chúng tôi xin chân thành cảm ơn các tác giả về sự đóng góp của họ cho việc xuất bản cuốn sách này. Sự nhiệt tình nghiên cứu cùng các bài viết của các tác giả đã giúp chúng tôi xuất bản cuốn sách đúng kế hoạch mà quan trọng là các bài viết này đã đi vào phân tích, đưa ra các nhận định các vấn đề tài chính đang được rất nhiều các nhà hoạch định chính sách, các nhà nghiên cứu và người dân quan tâm trong điều kiện kinh tế Việt Nam đang trong giai đoạn "khó ở" với tốc độ tăng trưởng kinh tế chậm lại, lạm phát tăng cao và dấu hiệu của khủng hoảng tài chính.

Chủ biên

Nguyễn Ngọc Sơn

Trần Thị Thanh Tú

GIỚI THIỆU VÀ TÓM TẮT NỘI DUNG

Việt Nam chính thức thực hiện công cuộc Đổi mới từ năm 1986, nhưng chỉ bắt đầu một loạt cải cách triệt để và toàn diện với mục tiêu ổn định và mở cửa nền kinh tế vào năm 1989. Nhờ những cải cách và hội nhập quốc tế, Việt Nam đã và đang đạt được những thành quả ấn tượng được bạn bè quốc tế đánh giá cao.

Việt Nam đã đạt được tốc độ tăng trưởng kinh tế tương đối cao trong gần 20 năm qua, trung bình 7,4% hàng năm trong giai đoạn 1990 - 2007. Tốc độ tăng trưởng tương đối cao phù hợp với sự tăng nhanh về đầu tư cũng như tiết kiệm nhà nước và tư nhân. Sự tăng trưởng này vẫn chủ yếu được định hướng bởi đầu tư trong nước, mặc dù tỷ lệ đầu tư trong nước trên tổng đầu tư có xu hướng giảm từ năm 2000. Do vậy, từ năm 2000 chênh lệch giữa tiết kiệm - đầu tư ngày càng lớn do tỷ lệ đầu tư tăng nhanh trong khi tỷ lệ tiết kiệm có xu hướng chậm lại. Trong khi đó tiết kiệm nước ngoài đóng vai trò quan trọng và đang có xu hướng gia tăng trong tổng đầu tư tại Việt Nam.

Sau những thành công đáng khích lệ trong thời gian qua, nền kinh tế Việt Nam đang gặp phải những thách thức nghiêm trọng nhất từ sau đổi mới. Năm 2007 và đầu năm 2008 nền kinh tế đã xuất hiện những dấu hiệu "bất ổn" buộc Chính phủ giảm mục tiêu tăng trưởng từ 8,5 – 9% GDP xuống 7% GDP và đưa ra gói chính sách để bình ổn nền kinh tế. Sự xuống dốc của nền kinh tế Việt Nam khi mà mọi thứ đang tốt đẹp đã làm dấy lên mối quan ngại về tính ổn định và hiệu quả của hệ thống tài chính, đặc biệt là trong điều kiện khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Những kết quả nghiên cứu gần đây cho thấy, đảm bảo sự phát triển bền vững của khu vực tài chính với ít khủng hoảng nhất là điều kiện cần thiết cho tăng trưởng và xóa đói giảm nghèo. Toàn cầu hóa làm tăng thêm những thách thức cho toàn bộ khu vực tài chính, nó có thể thay thế dần các nhà cung cấp trong nước bằng các nhà cung ứng nước ngoài trong một số dịch vụ, và hạn chế vai trò của Chính phủ có thể đảm nhiệm. Cuốn sách này đi sâu nghiên cứu, mổ xẻ các vấn đề nổi cộm trong hệ thống tài chính Việt Nam từ việc hình thành tiết kiệm, đến chu chuyển và quản lý các nguồn vốn và sự vận hành của các thị trường tài chính trong thời kỳ đổi mới, đồng thời cũng đánh giá vai trò của các nguồn vốn đối với tăng trưởng và phát triển kinh tế Việt Nam.

Chương 1 "Cân đối tiết kiệm – đầu tư và tăng trưởng kinh tế Việt Nam" của tác giả Nguyễn Ngọc Sơn bàn về vai trò tiết kiệm – đầu tư đối với tăng trưởng kinh tế Việt Nam giai đoạn 1995 – 2007. Tác giả phân tích sự hình thành tiết kiệm và đầu tư theo các khu vực của nền kinh tế bao gồm: chính phủ, doanh nghiệp và hộ gia đình và sự luân chuyển tiết kiệm, đầu tư giữa các khu vực này. Bên cạnh đó tác giả cũng đánh giá vai trò của các nguồn vốn bên ngoài (ODA,

FDI) đối với tăng trưởng kinh tế Việt Nam từ năm 1995 đến nay và xam xét vai trò của hệ thống tài chính trong việc huy động các nguồn tiết kiệm cho đầu tư.

Chương 2 "Quản lý các nguồn vốn: trường hợp của Việt Nam" đề cập đến vấn đề quan trọng đối với Việt Nam hiện nay chính là làm sao giữ được tốc độ tăng trưởng kinh tế và phát triển vững chắc về tài chính trong khi vẫn giảm thiểu được rủi ro tài chính. Chủ đề này giới thiệu một số cải cách bao gồm việc giải quyết những trở ngại của nền kinh tế (sự yếu kém của các viện kinh tế, cơ sở hạ tầng và nguồn nhân lực), hiện đại hoá Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNNVN), và tăng cường quản trị rủi ro trong lĩnh vực ngân hàng và hệ thống kiểm toán tài chính.

Chương 3 "Tăng trưởng kinh tế và đầu tư trực tiếp nước ngoài tại Việt Nam" sẽ cung cấp cho bạn đọc một cách nhìn tổng quan hơn về mối quan hệ giữa vốn FDI và tăng trưởng kinh tế các tỉnh thành tại Việt Nam thông qua các dữ liệu của 61 tỉnh thành của Việt Nam từ năm 1996 đến 2005. Kết quả nghiên cứu cho thấy vốn FDI và tăng trưởng kinh tế của các tỉnh thành tại Việt Nam có mối quan hệ tích cực hai chiều. Tuy nhiên, tác động tích cực của vốn FDI tới tăng trưởng kinh tế các tỉnh thành Việt Nam phụ thuộc rất nhiều vào khả năng hấp thụ của nền kinh tế.

Chương 4 "Định hướng sử dụng ODA ở Việt Nam" của Tiến sỹ Lê Quốc Hội phân tích thực trạng thu hút và sử dụng vốn ODA ở Việt Nam thời kỳ 1993-2007 và đưa ra một số định hướng và giải pháp nhằm nâng cao hơn nữa hiệu quả sử dụng nguồn vốn ODA.

Chương 5 "Viện trợ Phát triển Chính thức (ODA) đối với tăng trưởng kinh tế Việt Nam" của Thạc sỹ Nguyễn Hoàng Phương trình bày kết quả định lượng sự đóng góp của ODA đối với tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam trong giai đoạn từ năm 1993 đến năm 2006.

Chương 6 "Cổ phần hóa ở Việt Nam: quản trị doanh nghiệp" của Tiến sỹ Quách Mạnh Hào tổng kết các tài liệu nghiên cứu về doanh nghiệp và quản trị doanh nghiệp để đưa ra những khuyến nghị cho quá trình hậu cổ phần hoá ở Việt Nam. Bài viết cho rằng việc tạo ra thông lệ tốt trong quản trị doanh nghiệp đang ngày càng trở nên quan trọng đối với quá trình cổ phần hoá. Nhà nước (thông qua SCIC) cần đặt mình với tư cách là một nhà đầu tư lớn đang thực hiện cổ phần hóa nhằm đạt được mục tiêu tổng thể là tăng cường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Trong Chương 7 "Phát triển thị trường trái phiếu ở Việt Nam", Tiến Sỹ Trần Thị Thanh Tú phân tích sự hình thành và phát triển của thị trường trái phiếu Việt Nam. Tác giả tập trung phân tích những hạn chế trong quá trình phát triển thị trường trái phiếu cũng như đề xuất các vấn đề liên quan đến chính sách nhằm hướng tới sự phát triển bền vững và mạnh mẽ của thị trường này.

CHƯƠNG I
CÂN ĐỐI TIẾT KIỆM ĐẦU TƯ VÀ TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ Ở VIỆT NAM

Nguyễn Ngọc Sơn

Tóm tắt

Bài nghiên cứu này phân tích tiết kiệm và đầu tư theo 3 khu vực là chính phủ, doanh nghiệp và hộ gia đình ở Việt Nam giai đoạn 1995 – 2007 với mục đích đánh giá vai trò của các khu vực trong hình thành tiết kiệm và đầu tư ở Việt Nam. Bài nghiên cứu cũng đánh giá tác động của tiết kiệm và đầu tư đối với tăng trưởng kinh tế Việt Nam giai đoạn 1995 – 2007 và xem xét vai trò của hệ thống tài chính trong việc huy động và phân bổ các nguồn tài chính giữa các khu vực. Tác giả cũng xem xét vai trò của tiết kiệm nước ngoài gồm FDI, ODA đối với tăng trưởng kinh tế Việt Nam từ 1995 đến nay. Các kết luận chính của bài nghiên cứu là: i) tiết kiệm và đầu tư ở Việt Nam đã tăng nhanh trong giai đoạn 1995 – 2007 đưa Việt Nam nằm trong 10 nước có tỷ lệ đầu tư cao nhất thế giới; ii) Tốc độ tăng trưởng của đầu tư luôn cao hơn tốc độ tăng trưởng của tiết kiệm, do đó lỗ hổng tiết kiệm đầu tư ở Việt Nam vẫn ở mức cao khoảng 9% GDP, điều này làm cho Việt Nam vẫn phải dựa nhiều vào nguồn vốn đầu tư nước ngoài và là nguyên nhân của sự gia tăng thâm hụt tài khoản vãng lai; iii) tăng trưởng kinh tế của Việt Nam vẫn dựa vào vốn là chủ yếu, nhân tố vốn đóng góp tới 57,5% trong tăng trưởng; iv) Hiệu quả đầu tư ở Việt Nam tương đối thấp, hệ số ICOR của Việt Nam là 5 cao hơn nhiều so với Trung Quốc và Ấn Độ; v) Trong 3 khu vực Chính phủ, doanh nghiệp và hộ gia đình chính phủ và doanh nghiệp là khu vực đi vay ròng, còn hộ gia đình là khu vực cho vay ròng; vi) hệ thống tài chính ở Việt Nam vẫn dựa chủ yếu vào hệ thống ngân hàng, thị trường vốn chưa phát

triển nên hệ thống ngân hàng vẫn chiếm ưu thế và hiện nay hệ thống tài chính Việt Nam đang đối mặt với rủi ro cao như khủng hoảng thanh khoản, sự sụt giảm mạnh của thị trường chứng khoán.

1. Giới thiệu

Đã có nhiều nghiên cứu chứng minh tiết kiệm – đầu tư là động lực tăng trưởng kinh tế ở tất cả các nước. Tiết kiệm xác định tốc độ tăng trưởng có thể của sức sản xuất. Nhìn chung, các nước đang phát triển tăng trưởng nhanh có tỷ lệ tiết kiệm cao hơn các nước tăng trưởng chậm. Có nhiều yếu tố ảnh hưởng đến tỷ lệ tiết kiệm như tốc độ tăng trưởng thu nhập, cơ cấu dân số theo độ tuổi và quan điểm đối với tiết kiệm. Các dịch vụ mà chính phủ cung cấp, như trợ cấp xã hội, có thể ảnh hưởng đến tiết kiệm cũng như thuế và thâm hụt ngân sách.

Mối quan hệ giữa tiết kiệm – đầu tư với tăng trưởng kinh tế đóng vai trò trung tâm trong mô hình tăng trưởng tân cổ điển của Solow (1956), Cass (1965), Koopmans (1965) và Ramsey (1928). Hơn nữa S-I còn là nét nổi bật trong mô hình AK được bắt đầu từ Harrod (1939) và Domar (1946) và sau này là mô hình của Frank (1962) và Romer (1986). Hầu hết các mô hình này nhấn mạnh tích lũy tài sản là nguồn tăng trưởng kinh tế quan trọng và cho rằng tỷ lệ tiết kiệm càng cao càng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhanh, vì tỷ lệ tiết kiệm cao cũng đồng nghĩa với tỷ lệ đầu tư cao. Tỷ lệ tiết kiệm nội địa và đầu tư cao là một trong những đặc trưng cơ bản của sự thần kỳ Đông Á. Việt Nam đang trong quá trình công nghiệp hóa tiết kiệm đang được khuyến khích tăng cường để có thể tài trợ nhu cầu vốn khá lớn cho đầu tư phát triển.

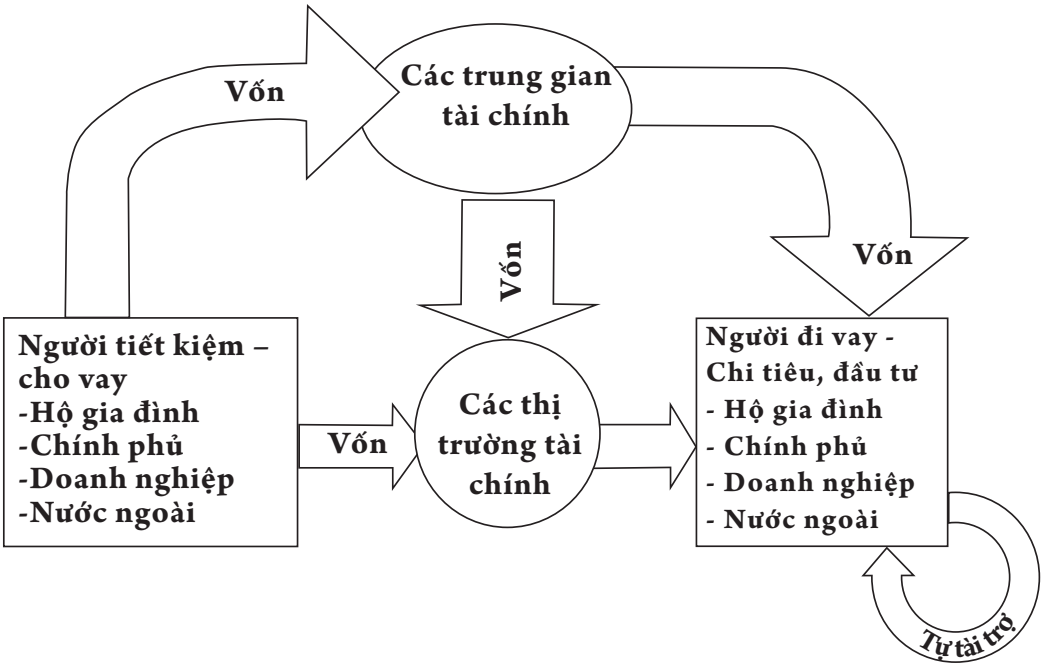
Bài nghiên cứu này chủ yếu tập trung vào trả lời các câu hỏi sau:

- Các nhân tố nào là yếu tố chính cho tiết kiệm và đầu tư ở Việt Nam?
- Các nguồn tiết kiệm chuyển thành các nguồn đầu tư như thế nào? Qua các kênh nào?
- Vai trò của khu vực tài chính như thế nào trong việc phân phối các nguồn tiết kiệm?

2. Sơ đồ dòng tiết kiệm và đầu tư

Cầu nối giữa tiết kiệm và đầu tư được thể hiện trong hình 1 dưới đây:

Hình 1. Cầu nối giữa tiết kiệm và đầu tư



Nguồn: Tài chính phát triển, chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright

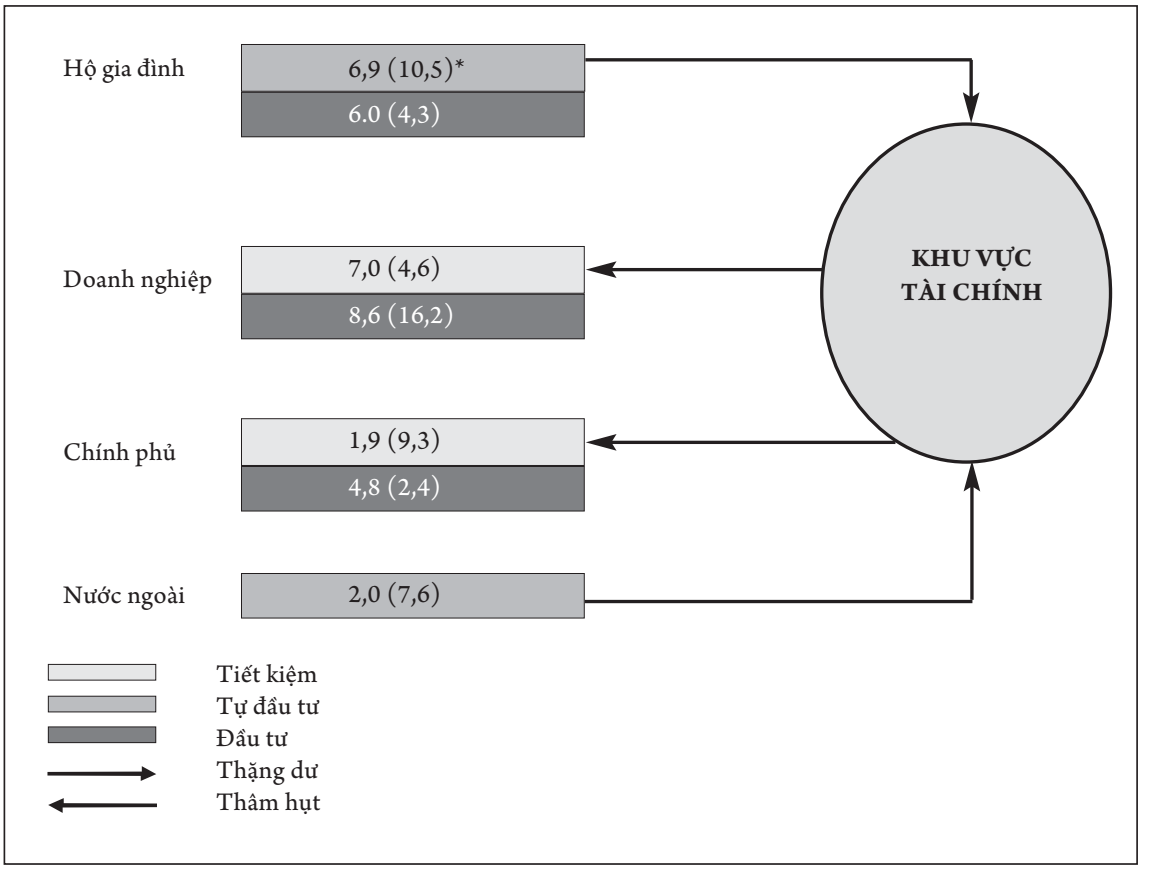
Theo sơ đồ trên ta thấy các nguồn để hình thành vốn đầu tư bao gồm: tiết kiệm trong nước (tiết kiệm của các hộ gia đình - Sh, tiết kiệm của các doanh nghiệp - Se, tiết kiệm của Chính phủ - Sg) và tiết kiệm nước ngoài (FDI, ODA, FII và vay thương mại). Hệ thống tài chính chỉ làm trung gian cho một phần trong tổng đầu tư quốc gia, vì các công ty và hộ gia đình tài trợ phần lớn các khoản đầu tư của họ trực tiếp từ khoản tiết kiệm của bản thân. Hệ thống tài chính có vai trò chuyển khoản tiết kiệm từ những đơn vị kinh tế dư thừa sang những đơn vị thâm hụt.

Theo nghiên cứu của ngân hàng thế giới ở 14 nước đang phát triển về chu chuyển tiết kiệm và đầu tư giai đoạn 1975 - 1990 các hộ gia đình tiết kiệm 12,9% GDP và đầu tư 6%; họ còn thặng dư 6,9% GDP. Khu vực doanh nghiệp tiết kiệm 8,6 % và đầu tư 15,6 % và thâm hụt 7% Chính phủ tiết kiệm cho đầu tư 4,8%, đầu tư 6,7% và thâm hụt 1,9%. Khu vực nước ngoài cho vay ròng 2,0% GDP.

Ở Việt Nam trung bình giai đoạn 1995 - 2007 hộ gia đình tiết kiệm 10,5% và đầu tư 4,3%, họ còn thặng dư 6,2%. Khu vực doanh nghiệp tiết kiệm 16,2%, đầu tư 20,8 % và thâm hụt 4,6%. Chính phủ tiết kiệm cho đầu tư 2,4%, đầu tư 11,7 % và thâm hụt 9,3%. Khu vực nước ngoài cho vay ròng là 7,6%.

[1] 14 nước đang phát triển được nghiên cứu gồm: Cameroon, Trung Quốc, Colombia, Côte d'Ivore, Ecuado, Ấn Độ, Triều Tiên, Malaysia, Philipines, Bồ Đào Nha, Thái Lan, Thổ Nhĩ Kỳ, Tunisia, Nam Tư. Số liệu từ năm 1970 – 1985

Hình 2. Tiết kiệm - đầu tư, dư thừa và và thiếu hụt theo khu vực ở 14 nước đang phát triển và ở Việt Nam



* Số trong ngoặc đơn là số liệu tương ứng của Việt Nam giai đoạn 1995 - 2007

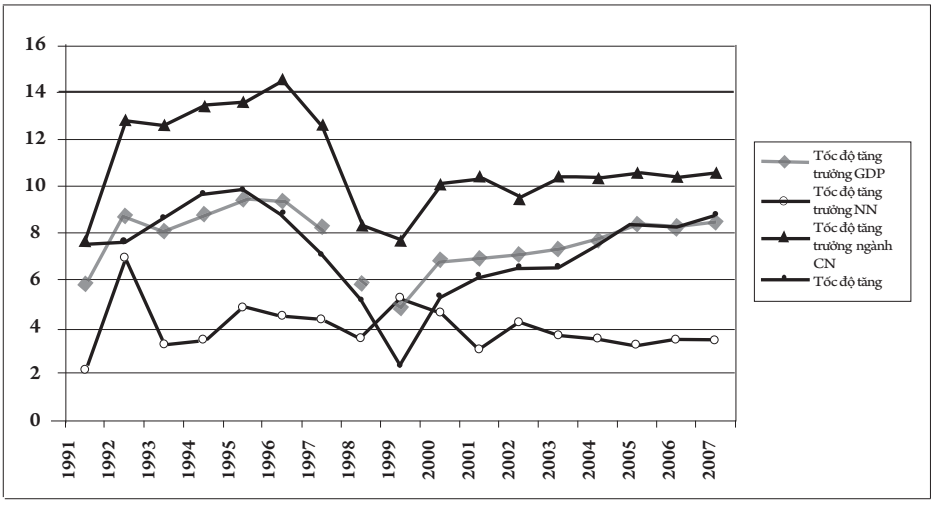
Nguồn: Ngân hàng thế giới, Các hệ thống tài chính và sự phát triển, (2000).

3. Vốn động lực chính trong tăng trưởng kinh tế Việt Nam

Từ năm 1991, nền kinh tế Việt Nam bắt đầu có những khởi sắc với tốc độ tăng trưởng 8,7% và đạt mức cao nhất vào năm 1995 với tốc độ tăng trưởng là 9,5%. Sáu năm liên tục (1991-1996), Việt Nam đạt mức tăng trưởng trên 8%. Do chịu ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ của khu vực năm 1997, tốc độ tăng trưởng của Việt Nam giảm xuống 5,8% năm 1998 và 4,8% năm 1999. Từ năm 2003 tăng trưởng kinh tế đã có sự phục hồi, tốc độ tăng trưởng trung bình giai đoạn 2003 – 2007 đạt 8,04%. Nếu so sánh với các nước trong khu vực tốc độ tăng trưởng kinh tế Việt Nam đứng thứ hai sau Trung Quốc, cao hơn các nước ASEAN khác như Malaysia, Philipin, Indonesia và Thái Lan. Tốc độ tăng trưởng của Việt Nam qua các thời kỳ được thể hiện trong hình 3. Có thể nhận thấy, từ đầu thập niên 90 đến nay mặc dù có những dao động về tốc độ tăng GDP nhưng nhìn chung tăng trưởng của cả giai đoạn 1990 – 2007 vẫn tương đối ổn

định. Theo chuỗi số liệu về tăng trưởng GDP của Việt Nam giai đoạn 1991 - 2005, hai tác giả Lê Xuân Bá và Nguyễn Thị Tuệ Anh đưa ra chỉ số ổn định của Việt Nam cho giai đoạn này là 0,2[2] . Nếu so với Hàn Quốc và Brazil, là hai quốc gia có sự tương phản lớn về mẫu hình tăng trưởng, thì tính ổn định của Việt Nam cao hơn. Vinod Thomas, Mansoor và các tác giả trong cuốn sách "Chất lượng tăng trưởng" đã tính toán chỉ số ổn định tăng trưởng của các nước trong giai đoạn 1980 - 1997. Kết quả của nghiên cứu này cho thấy Hàn Quốc được đánh giá là nước có tính ổn định tăng trưởng cao với chỉ số ổn định ước tính khoảng 0,4. Trái lại, Brazil được coi là quốc gia có tính bất ổn về tăng trưởng thuộc loại cao với chỉ số ổn định xấp xỉ là 1,4[3].

Hình 3. Tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế và của các ngành



Nguồn: Tác giả tổng hợp từ các số liệu của Tổng cục Thống kê

Mặc dù đã đạt được tốc độ tăng trưởng kinh tế khá ấn tượng trong giai đoạn 1990 - 2007, nhưng tăng trưởng của Việt Nam những năm qua chủ yếu dựa vào những nhân tố theo chiều rộng. Chất lượng tăng trưởng đã được cải thiện thể hiện qua sự tăng lên của năng suất các yếu tố tổng hợp (TFP) trong tăng trưởng GDP hàng năm, từ 14,28% thời kỳ 1992-1997 lên 22,6% thời kỳ 1998-2002 và 28,2% giai đoạn 2003 đến nay, tuy nhiên, tăng trưởng do yếu tố vốn chiếm tới 52,73% và do yếu tố lao động chiếm 19,07%; tức cả hai yếu tố này còn chiếm gần 3/4 tổng cả ba yếu tố tác động đến tăng trưởng (Xem Bảng 1). So sánh với các nước trong khu vực thì tỷ lệ đóng góp của TFP vào tăng trưởng hàng năm của Việt Nam còn thấp hơn nhiều, tỷ lệ này của Thái Lan là 35%, của Philippin là 41%, của Indonesia là 43%. Dựa vào các số liệu về tỷ lệ đóng góp của các yếu tố đến tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam cho thấy vốn vẫn là động lực cơ bản cho tăng trưởng.

[2] Lê Xuân Bá, Nguyễn Thị Tuệ Anh, Tăng trưởng kinh tế Việt Nam, NXB Khoa học Kỹ Thuật
[3] Vinod Thomas, Mansoor Dailami et. al, The Quality of growth, Oxford University Press.

Bảng 1. Đóng góp của các yếu tố đầu vào trong tăng trưởng GDP Việt Nam (%)

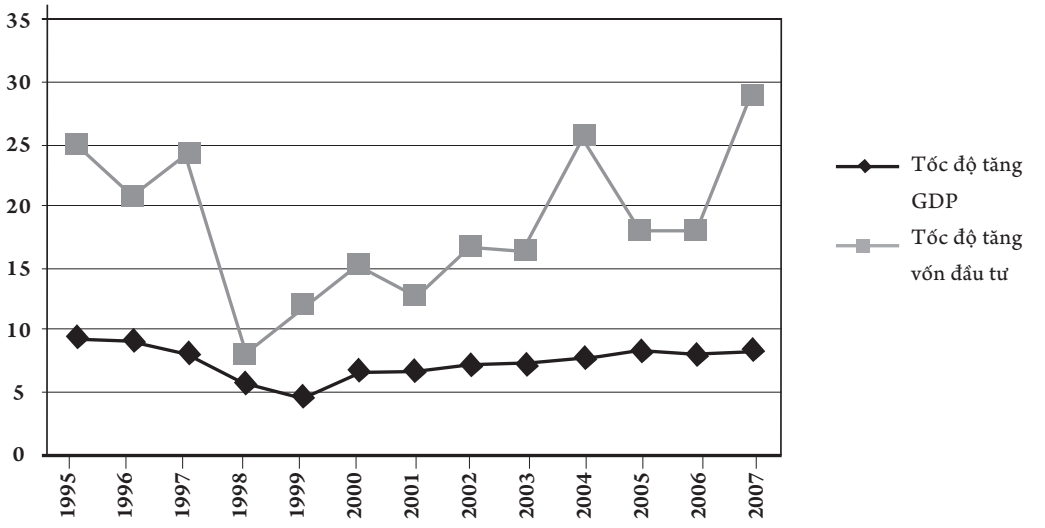
Thời kỳ Đóng góp của các yếu tố	1993 - 1997	1998 - 2002	2003 –2006
1. Đóng góp theo điểm phần trăm (%)	8,8	6,2	7,84
- Vốn	6,10	3,56	3,78
- Lao động	1.40	1,24	1,40
- TFP	1,30	1,40	2,07
2. Đóng góp theo tỷ lệ phần trăm (%)	100,0	100,0	100,0
- Vốn	69,30	57,40	52,73
- Lao động	15,90	20,00	19,07
- TFP	14,80	22,60	28,20

Nguồn: GS.TS.Nguyễn Văn Thường và GS.TS Nguyễn Kế Tuấn (2006)

Xem xét tốc độ tăng GDP và sự biến động của tỷ lệ tiết kiệm, đầu tư trong GDP cho thấy tốc độ tăng trưởng kinh tế cao của Việt Nam từ đầu thập niên 1990 gắn liền với việc gia tăng mạnh mẽ của tỷ lệ tiết kiệm trong nước và đầu tư trong GDP. Nếu như trong thời kỳ 1986 – 1990 tỷ lệ tiết kiệm trong nước và đầu tư thấp, chỉ lần lượt là 2,4% và 12,6%, thì tốc độ tăng trưởng cũng chỉ đạt 4,3 %. Trong khi đó giai đoạn 1991 – 1995 khi tỷ lệ tiết kiệm trong nước và tỷ lệ đầu tư lên tới 14,7% và 22,3% thì tốc độ tăng GDP tăng mạnh lên tới 8,2%. Trong giai đoạn 1996 – 2000 tỷ lệ tiết kiệm trong nước và tỷ lệ đầu tư trong GDP đã đạt 25,9 % và 33,2 % tốc độ tăng GDP giảm nhẹ xuống còn gần 7%. Đặc biệt trong giai đoạn 2001 – 2007 tỷ lệ tiết kiệm trong nước và tỷ lệ đầu tư trong GDP tăng mạnh lên đến 32,1 % và 39,9 % thì tốc độ tăng GDP là 7,74%. Sự sụt giảm của tốc độ tăng trưởng thời kỳ 1998 đến 2003 một phần là do cuộc khủng hoảng tài chính trong khu vực và do cơ chế chính sách ngày càng không theo kịp với tình hình mới làm cho hiệu quả của vốn đầu tư giảm sút nhanh, dẫn đến tỷ lệ đầu tư trong GDP tăng nhanh trong khi tốc độ tăng GDP vẫn chưa được phục hồi so với thời kỳ trước khủng hoảng. Đặc biệt, tỷ lệ đầu tư trong GDP trong năm 2007 tăng mạnh đạt 45,6% GDP. Theo phân tích của Phạm Đỗ Chí và Lê Việt Đức đầu tư ở Việt Nam có độ trễ từ 1 – 2 năm so với tăng trưởng [4] (Xem hình 4).

[4] Phạm Đỗ Chí, Trần Nam Bình, Kinh tế Việt Nam bước vào thế kỷ XXI, trang 14

Hình 4. Quan hệ giữa tăng trưởng vốn đầu tư và tăng GDP



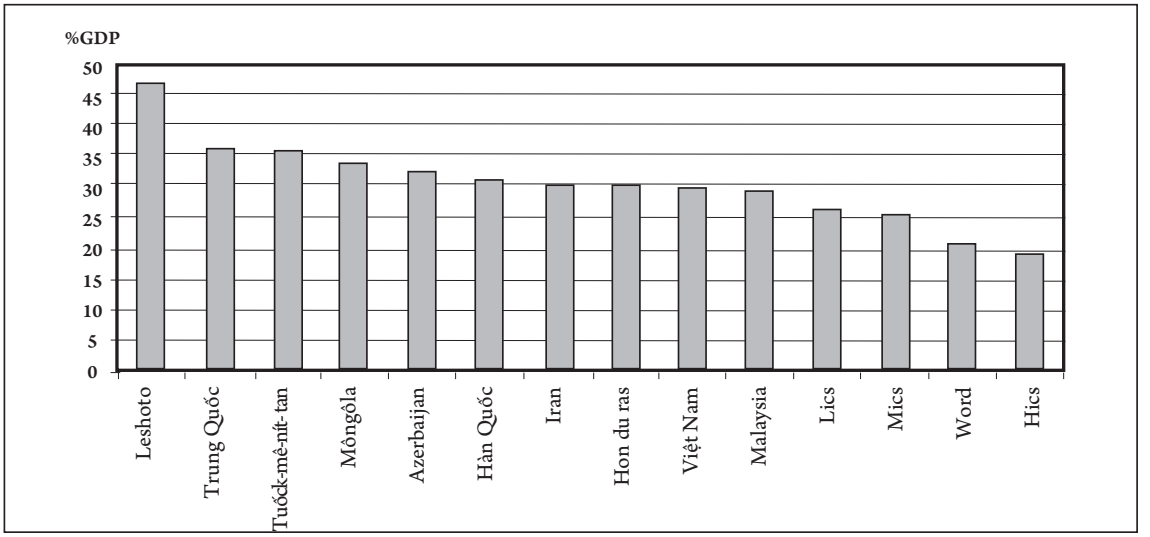
Nguồn: Tác giả tính toán từ nguồn tài liệu của TCTK

4. Tổng quan về tiết kiệm và đầu tư của Việt Nam

4.1 Xu hướng tiết kiệm và đầu tư của Việt Nam giai đoạn 1995 - 2007

Từ năm 1990 đến nay tổng vốn đầu tư phát triển của Việt Nam tăng khá nhanh và tỷ lệ đầu tư so với GDP đã tăng lên đến 41% năm 2006 và 45,6% năm 2007. Đây cũng là tỉ lệ đạt cao so với một số nước trong khu vực, chỉ thấp hơn so với Trung Quốc. Nếu tính trung bình giai đoạn 1995 – 2005 tỷ lệ đầu tư trong GDP của Việt Nam đứng thứ chín trên thế giới và tỷ lệ này cao hơn mức trung bình của thế giới và các nước có thu nhập thấp (Xem Hình 5).

Hình 5. Tỷ lệ đầu tư so với GDP của các nước trên thế giới giai đoạn 1995 - 2005

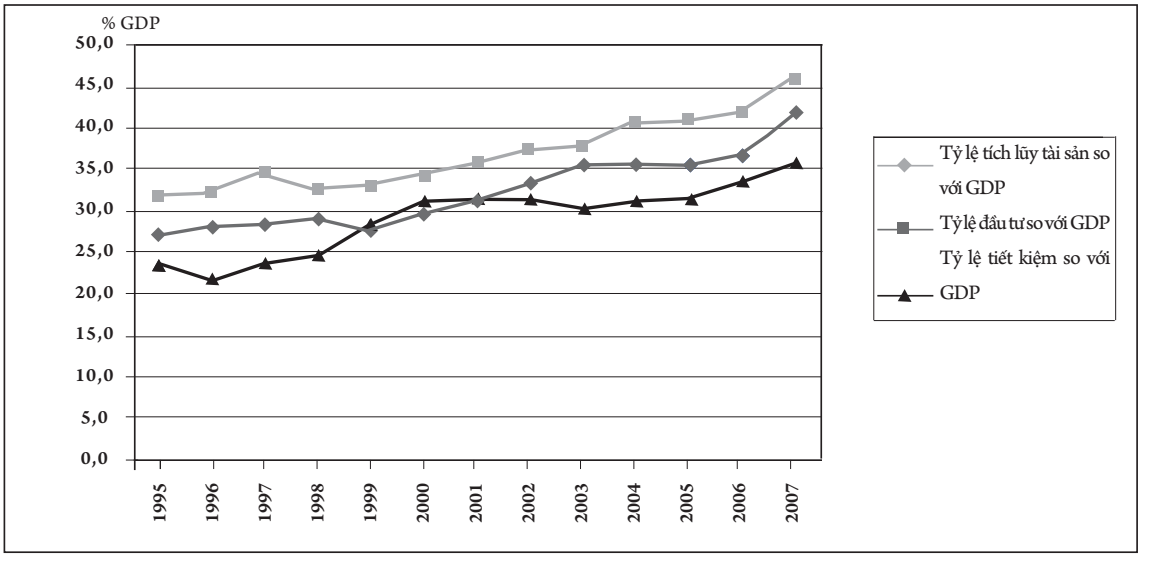


Nguồn: Worldbank, Atlas of Global development, 2005.

Tuy nhiên, nếu tính theo tỷ lệ tích lũy tài sản thì tỷ lệ này của Việt Nam năm 2007 là 35,8% và trung bình 31,7% giai đoạn 1995 - 2007. Như vậy, chênh lệch giữa tỷ lệ tiết kiệm và tỷ lệ tích lũy tài sản khoảng 5% GDP trong giai đoạn 1995 - 2007. Sự chênh lệch giữa tỷ lệ đầu tư và tích lũy tài sản so với GDP là do trong tổng đầu tư toàn xã hội tính cả chi phí cho giải phóng mặt bằng và một số chi phí hành chính trong các chương trình mục tiêu quốc gia như: Chương trình 135, Chương trình việc làm…[5] (Hình 6).

Tỷ lệ tiết kiệm toàn xã hội của Việt Nam đã tăng khá nhanh từ năm 1990 đến nay, từ 2,9% năm 1990 lên 35,8% năm 2007, tức là tương đương với mức tiết kiệm trong nước của Thái Lan và cao hơn Philippins và Indonesia, tuy nhiên tỷ lệ này còn thấp hơn với mức 40% của Malaysia hay Trung Quốc. Có thể nhận thấy tỷ lệ tiết kiệm nội địa tăng nhanh là một trong những thành công của Việt Nam, góp phần tạo ra và duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế cao trong thời gian vừa qua. Trong suốt thập kỷ cuối của thế kỷ XX và những năm đầu của thế kỷ XXI tỷ lệ tiết kiệm toàn xã hội đã tăng liên tục (gần 3 lần) và luôn vượt trước so với mức

Hình 6. Tỷ lệ tiết kiệm, đầu tư và tích lũy tài sản so với GDP ở Việt Nam giai đoạn 1995 – 2007 (%)



Nguồn: Tác giả tính toán từ các số liệu của GSO

[5] Trong bài nghiên cứu này tác giả sử dụng tỷ lệ đầu tư so với GDP chứ không sử dụng tỷ lệ tích lũy tài sản so với GDP, do không có các số liệu tích lũy tài sản theo các khu vực. Trong giai đoạn 1996 – 2000 Việt Nam có 11 Chương trình mục tiêu quốc gia, còn hiện nay có 7 chương trình mục tiêu quốc gia bao gồm: Chương trình xóa đói giảm nghèo; Chương trình dân số và kế hoạch hóa gia đình; Chương trình nước sạch và vệ sinh môi trường; Chương trình thanh toán một số bệnh xã hội và bệnh dịch nguy hiểm; Chương trình phòng chống HIV/AIDS; Chương trình xây dựng lực lượng vận động viên tài năng và xây dựng các trung tâm thể thao trọng điểm; Chương trình giải quyết việc làm.

tăng đầu tư (trên 2 lần). Trong thời kỳ này có hai mốc tỷ lệ tiết kiệm giảm là năm 1996 và 2003. Nguyên nhân của sự sụt giảm tỷ lệ tiết kiệm này là khác nhau: năm 1996 là do sự gia tăng tỷ lệ tiêu dùng trong nước do tâm lý lạc quan trước bối cảnh GDP đạt mức tăng trưởng đỉnh điểm 9,34%, còn năm 2002 – 2003 do chính sách kích cầu của nhà nước giai đoạn 1998 - 2002 (tác động về của chính sách) dưới tác động của sự khủng hoảng kinh tế trong khu vực, quốc tế và những dấu hiệu giảm phát vào những năm 1999 – 2000.

Theo Masson, Bayomi và Samei mối quan hệ giữa thu nhập bình quân đầu người và tỷ lệ tiết kiệm theo hình chữ U ngược. Tỷ lệ tiết kiệm sẽ tăng trong giai đoạn đầu của quá trình phát triển (khi GDP/ người đang còn ở mức thấp) và giảm khi các nước đã đạt được trình độ phát triển cao hơn với GDP/ người cao. Theo mô hình này Việt Nam với mức GDP/ người đang ở mức 835 USD (nước có thu nhập thấp) thì tỷ lệ tiết kiệm sẽ có xu hướng tăng lên trong thời gian tới.

Theo nghiên cứu "Tiết kiệm hộ gia đình ở Việt Nam" của Viện Kinh tế Việt Nam mức tiết kiệm toàn xã hội S phụ thuộc tuyến tính tới (98,53%) vào tổng thu nhập quốc gia (GNI). Phát hiện này cho phép khẳng định tính đúng đắn của mô hình tiết kiệm của J.M Keynes cho trường hợp của Việt Nam cho thời gian từ 1990 trở lại đây và chưa có dấu hiệu thay đổi trong thời gian tới [6].

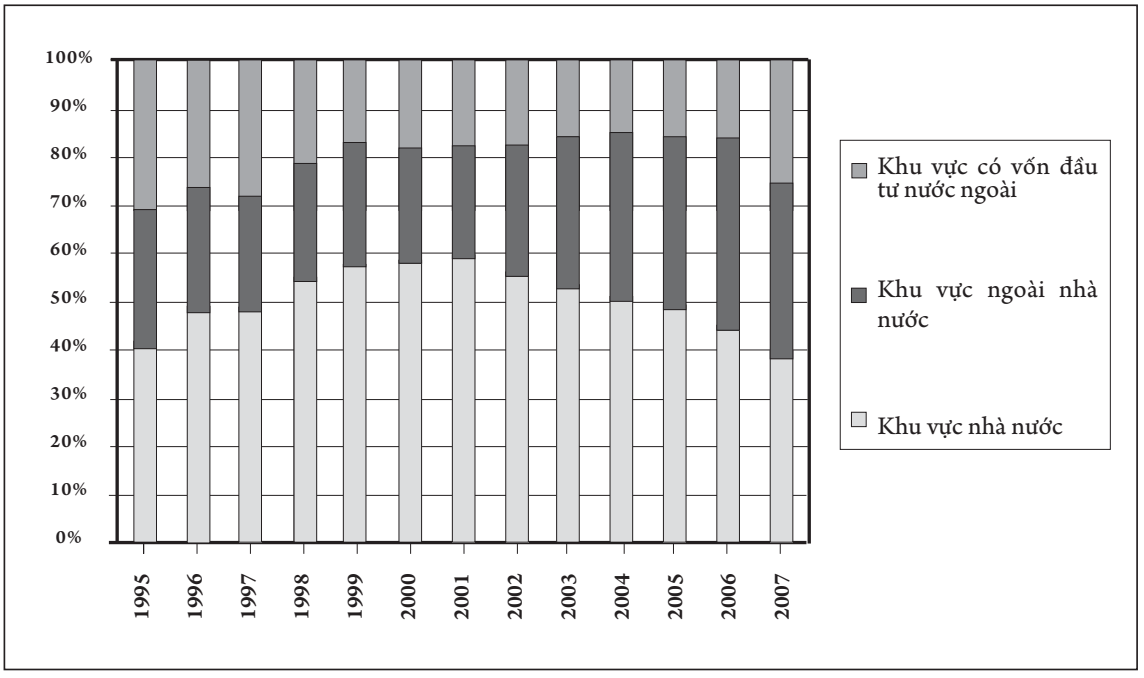
Trong giai đoạn 1995 - 2007 tỷ lệ đầu tư GDP của Việt Nam đã tăng liên tục và đạt đến 41,5 % năm 2006 và 45,6 % năm 2007. Tỷ lệ đầu tư của Việt Nam so với các nước Đông Á chỉ thấp hơn của Trung Quốc. Tỷ lệ này tăng trong giai đoạn 1995 - 1997 và có xu hướng giảm nhẹ giai đoạn 1998 - 2002, do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính năm 1997, tỷ lệ này mới tăng trở lại từ năm 2003. Tỷ trọng đầu tư của Ấn Độ hầu như không đổi trong khi của các nước khác ở Đông Á thì giảm mạnh, thường là ¼ của tỷ trọng trong năm 1990. Việt Nam là nước có mức tăng trưởng cao nhất lên gần bằng mức của Trung Quốc.

Chênh lệch về tốc độ tăng trưởng đầu tư trung bình giữa 2 thời kỳ 1999-2001 và 2002-2005 của Việt Nam là 4,7% GDP so với mức chung của các nước đang phát triển là 1,3%. Như vậy, mức chênh lệch này của Việt Nam chỉ thấp hơn của Trung Quốc (5,8%) - nước có nền kinh tế được coi là tăng trưởng quá nóng và một hai nền kinh tế nhỏ khác trên thế giới.

[6] *Đặng Xuân Thanh (2006)*

Nếu chia đầu tư theo thành phần kinh tế bao gồm 3 khu vực là khu vực kinh tế nhà nước, kinh tế ngoài quốc doanh và khu vực có vốn đầu tư nước ngoài thì đầu tư của khu vực nhà nước luôn chiếm tỷ trọng cao trên dưới 50% tổng vốn đầu tư toàn xã hội. Đầu tư nhà nước tăng từ 42% năm 1995 lên 59,8 % năm 2001 và giảm xuống còn 52% năm 2005 và 50,1% vào năm 2006 và 39,9% năm 2007. Đặc biệt tỷ trọng đầu tư của nhà nước tăng mạnh trong giai đoạn 1998 – 2002 do việc thực thi chính sách kích cầu. Trong thời gian này đầu tư của khu vực ngoài quốc doanh và khu vực có vốn đầu tư nước ngoài giảm. Trong giai đoạn 1995 – 1997 vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Việt Nam tăng mạnh nên tỷ trọng đầu tư của khu vực này cũng tăng và chiếm đến 28,1 % tổng vốn đầu tư toàn xã hội. Do ảnh hưởng của khủng hoảng ở Đông Á lượng vốn FDI vào Việt Nam giảm mạnh trong thời kỳ 1998 – 2002 nên tỷ trọng khu vực này trong tổng vốn đầu tư chỉ còn chiếm 18,2%. Nguồn FDI mới bắt đầu tăng trở lại từ năm 2005. Đầu tư của khu vực ngoài quốc doanh cũng giảm trong giai đoạn 1997 – 2002 do ảnh hưởng của khủng hoảng ở Đông Á. Tuy nhiên tốc độ giảm của khu vực này không nhiều do Luật Doanh nghiệp ra đời năm 2000 đã thúc đẩy đầu tư của khu vực tư nhân. Tỷ trọng đầu tư của khu vực ngoài quốc doanh tăng mạnh từ năm 2002 đã đã vượt mức 1/3 tổng vốn đầu tư toàn xã hội.

Hình 7. Cơ cấu vốn đầu tư theo hình thức sở hữu giai đoạn 1995 – 2007 in the Period 1995-2007



Nguồn: Tác giả tính toán từ nguồn số liệu của Vụ tài khoản quốc gia, Tổng cục thống kê

Đầu tư của khu vực nhà nước chiếm tỷ trọng cao làm cho hiệu quả nền kinh tế thấp. Nhìn vào Bảng 3 ta thấy ICOR tăng nhanh đồng nghĩa với hiệu quả đầu tư bị giảm sút nhanh. Xu hướng này đang xảy ra với vốn đầu tư toàn xã hội, đặc biệt là đối với nguồn vốn nhà nước. ICOR tăng là một xu hướng tất yếu do sự tiến bộ về khoa học kỹ thuật. Tuy nhiên, ICOR tăng nhanh lại luôn là không bình thường và đáng lo ngại trong quá trình phát triển của mọi nền kinh tế. ICOR ở Việt Nam thậm chí còn cao hơn cả một số nước trong khu vực như Thái Lan, Mailaysia, Indonesia, Trung Quốc và Ấn Độ. Điều thú vị là Ấn Độ đã đạt được tốc độ tăng trưởng gần bằng Việt Nam từ năm 2000 cho đến nay, với tỷ suất đầu tư chỉ bằng 2/3 so với Việt Nam. Nghĩa là Ấn Độ chỉ cần 3,5 đơn vị đầu tư để tạo ra 1 đơn vị tăng trưởng, trong khi Việt Nam cần đến gần 5 đơn vị đầu tư mới tạo ra được 1 đơn vị tăng trưởng. Trung Quốc cũng chỉ cần có 4 đơn vị đầu tư để tạo ra 1 đơn vị tăng trưởng. Tại sao hiệu quả đầu tư lại khác nhau như vậy? Theo Giáo sư David Dapice[7] lý do tham nhũng không đủ để giải thích vì cả Indonesia (có mức tham nhũng lớn nhất ở các nước Đông Á, hạng 130/163) và Malaysia (hạng tham nhũng thấp nhất ở Đông Á, 44/163) trong bảng xếp hạng của Tổ chức Minh bạch Quốc tế đều có ICOR tương đương nhau. Trung Quốc, Ấn Độ và Philippines có ICOR thấp hơn nhưng Ấn Độ và Trung Quốc cùng xếp hạng thứ 70 còn Philippines xếp hạng 121 sau Việt Nam 111. Như vậy, theo David Dapice sự kết hợp của sức mạnh tài chính, hiệu quả chi tiêu của nhà nước và phạm vi cạnh tranh tín dụng sẽ tác động đến ICOR. Theo khía cạnh này thì Việt Nam có thể tụt hậu so với các nước cạnh tranh.

Động thái tăng ICOR của toàn bộ nền kinh tế gắn với tốc độ tăng ICOR nhanh của khu vực nhà nước (từ 3,7 lên 9,4) và khu vực FDI. Hệ số ICOR của khu vực FDI cao là do suất đầu tư cao (vốn đắt, trình độ công nghệ - kỹ thuật cao) và năng suất lao động cao. Đối với nhà nước (bao gồm ngân sách nhà nước và DNNN) vấn đề lại liên quan đến đầu tư công, đặc biệt là đầu tư cho cơ sở hạ tầng; chất lượng đầu tư; năng lực quản lý ở cấp vĩ mô lẫn vi mô và năng suất lao động thấp. Đây là một thực trạng nghiêm trọng vì nó diễn ra tại khu vực kinh tế chủ đạo, có tiềm lực mạnh nhất và vị thế phát triển tốt nhất trong nền kinh tế.

[7] David Dapice, Xu hướng phát triển ở Đông Á, chương trình giảng dạy kinh tế Fullbringt

Bảng 2. Tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm của vốn đầu tư toàn xã hội và theo hình thức sở hữu

Giai đoạn	Vốn đầu tư	Nhà nước	Ngoài nhà nước	FDI
1991 – 1995	22,3	21,1	11,5	46,7
1996 - 2000	12,2	20,2	8,1	1,0
2001 - 2005	13,0	10,2	20,9	9,9

Nguồn: Kinh tế Việt Nam 20 năm đổi mới, Tổng cục Thống kê

Bảng 3. Động thái ICOR giai đoạn 1995 – 2006[8]

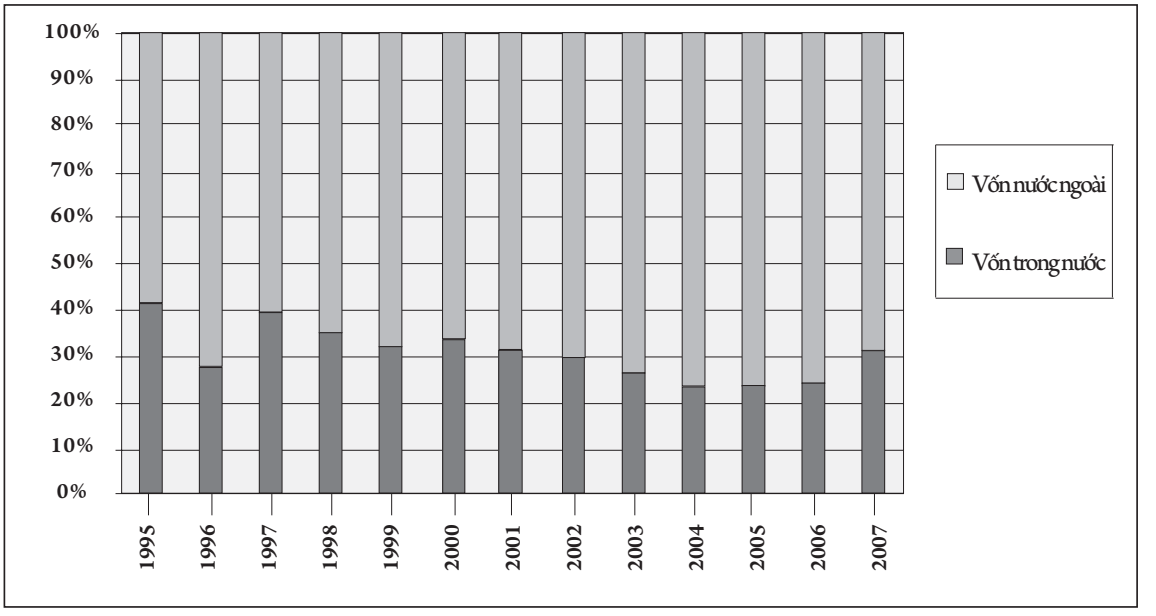
Năm	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ICOR	3,12	3,34	3,80	5,59	6,59	4,80	4,89	5,01	5,08	4,91	4,68	4,88	4,90

Nguồn: Tác giả tính toán từ số liệu của Tổng cục Thống kê

Nếu xem xét đầu tư theo nguồn trong nước (nguồn đầu tư từ ngân sách, DNNN, doanh nghiệp tư nhân và hộ gia đình) và nước ngoài (bao gồm nguồn vốn của các doanh nghiệp FDI và ODA) tỷ trọng vốn đầu tư nước ngoài trong tổng vốn đầu có xu hướng giảm, từ 41,3% năm 1995 xuống 33,4% năm 2000 và 23,8% năm 2005. Tỷ trọng vốn đầu tư nước ngoài trong tổng vốn đầu tư toàn xã hội giảm mạnh trong giai đoạn 2001 đến 2005 là do: i) nền kinh tế thiểu phát giai đoạn 1998 -2002; ii) sự gia nhập WTO của Trung Quốc đã thu hút nhiều dòng FDI đổ vào khu vực này; iii) môi trường đầu tư của Việt Nam chậm thay đổi; iii) sự gia tăng của nguồn vốn đầu tư tư nhân trong nước. Tuy nhiên, trong năm 2006 và đặc biệt là năm 2007 đầu tư nước ngoài gia tăng mạnh mẽ vào Việt Nam, trong đó bao gồm cả đầu tư trực tiếp và đầu tư gián tiếp đã làm cho tỷ trọng vốn đầu tư nước ngoài trong tổng vốn đầu tư toàn xã hội tăng lên đến 30,8% (hình 8). Do đó, chênh lệch giữa tỷ lệ tiết kiệm nội địa và đầu tư đã tăng lên đến 9,8% GDP năm 2007, điều này cho thấy Việt Nam dựa quá nhiều vào vốn nước ngoài trong tăng trưởng kinh tế. So sánh với các nước trong khu vực, đặc biệt là với Trung Quốc (chênh lệnh giữa tiết kiệm và đầu tư của Trung Quốc là 0,9%), rõ ràng tỷ lệ huy động vốn nước ngoài đặc biệt cao ở Việt Nam. Điều này là do điều kiện về kinh tế - xã hội ở các nước là khác nhau, nhưng hầu hết các nước trong khu vực có mức độ chênh lệch S-I trong khoảng 4-5% GDP thì Việt Nam cũng cần xem xét lại vấn đề này.

[8] Hệ số ICOR có thể tính theo nhiều cách. ICOR ở đây được tính theo công thức ICOR = Tỷ lệ tích lũy tài sản/tốc độ tăng GDP.

Hình 8. Nguồn hình thành vốn đầu tư trong nước và nước ngoài



Nguồn: Vụ Tài khoản quốc gia, Tổng cục Thống kê

4.2.Tình hình tiết kiệm và đầu tư theo các khu vực thể chế

Tiết kiệm theo khu vực thể chế được phân thành tiết kiệm của chính phủ (bao gồm tiết kiệm từ ngân sách nhà nước, ODA), tiết kiệm của doanh nghiệp (bao gồm cả tiết kiệm của DNNN, DN có vốn đầu tư nước ngoài và DNTN) và tiết kiệm hộ gia đình. Thực trạng tiết kiệm và đầu tư theo khu vực thể chế của Việt Nam thể hiện trong Bảng 4.

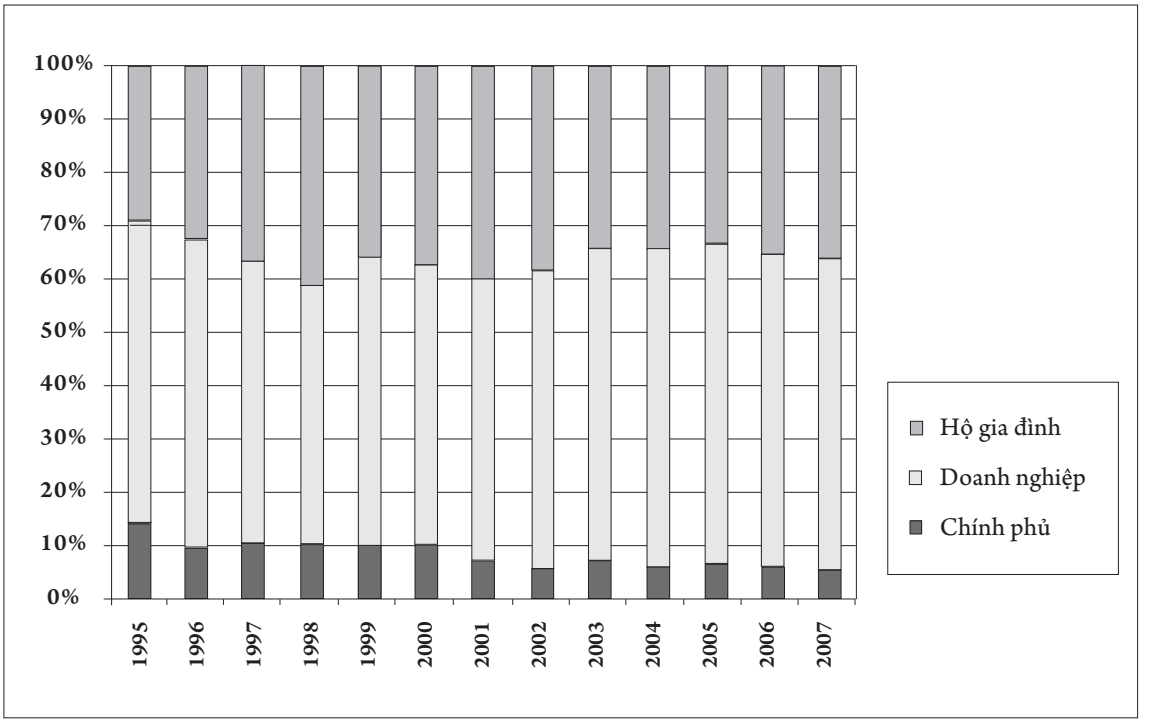
Trong ba khu vực thể chế khu vực doanh nghiệp có tỷ trọng tiết kiệm cao hơn so với khu vực chính phủ và hộ gia đình. Đặc biệt từ năm 2001, khi Luật doanh nghiệp ra đời tỷ lệ tiết kiệm của của khu vực doanh nghiệp tăng nhanh về mặt số lượng. Trong khi đó tỷ trọng tiết kiệm của hộ gia đình lại có xu hướng giảm do một phần tiết kiệm này được chuyển thành tiết kiệm của khu vực doanh nghiệp (do khi có Luật doanh nghiệp một phần kinh doanh hộ gia đình chuyển thành công ty). Tiết kiệm theo khu vực thể chế được thể hiện trong Hình 9.

Bảng 4. Tiết kiệm và đầu tư theo khu vực thể chế ở Việt Nam giai đoạn 1995 - 2007

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Trung bình
S/GDP	23,5	21,8	23,7	24,7	28,2	31,2	31,3	31,5	30,3	31,2	31,5	33,5	35,8	29,1
I/GDP	31,7	32,1	34,6	32,4	32,8	34,2	35,4	37,2	37,8	40,7	40,9	41,5	45,6	36,7
Chênh lệch S-I	-8,1	-10,3	-10,9	-7,7	-4,6	-3,0	-4,1	-5,7	-7,5	-9,5	-9,4	-8,0	-9,8	- 7,6
S-I hộ Gia đình	1,4	1,9	3,1	6,2	7,0	8,6	10,1	9,5	7,1	6,6	6,1	6,0	7,3	6,2
Tiết kiệm	6,9	7,1	8,7	10,4	10,3	11,7	12,6	12,1	10,4	10,8	10,5	11,9	13,0	10,5
Đầu tư	5,5	5,2	5,6	4,2	3,2	3,1	2,6	2,6	3,3	4,2	4,4	5,8	5,7	4,3
S-I Doanh nghiệp	-6,6	-6,2	-7,2	-6,1	-2,9	-1,7	-2,8	-4,0	-4,3	-3,4	-3,3	-3,6	-7,1	- 4,6
Tiết kiệm	13,3	12,6	12,4	11,9	14,4	16,1	16,4	17,6	17,8	18,6	19,0	19,7	20,8	16,2
Đầu tư	19,8	18,9	19,6	18,0	17,3	17,9	19,2	21,6	22,1	21,9	22,3	23,4	27,9	20,8
S-I Chính Phủ	-2,9	-6,0	-6,8	-7,8	-8,7	-9,9	-11,4	-11,2	-10,3	-12,7	-12,2	-10,4	-10,0	-9,3
Tiết kiệm	3,4	2,1	2,5	2,4	3,5	3,4	2,3	1,8	2,1	1,8	2,0	2,0	2,0	2,4
Đầu tư	6,3	8,0	9,3	10,3	12,2	13,3	13,6	13,0	12,4	14,5	14,3	12,4	12,0	11,7
Tỉ lệ ODA/GDP	3,6	0,4	3,7	4,6	4,7	5,3	4,6	4,4	3,6	3,6	3,2	2,9	2,7	7,3
Tỉ lệ FDI/ GDP	9,6	8,3	9,7	6,7	5,7	6,2	6,2	6,5	6,2	5,8	6,1	6,7	11,3	6,4

Nguồn: Tác giả tính toán từ số liệu của Vụ Tài khoản Quốc gia, tổng cục thống kê

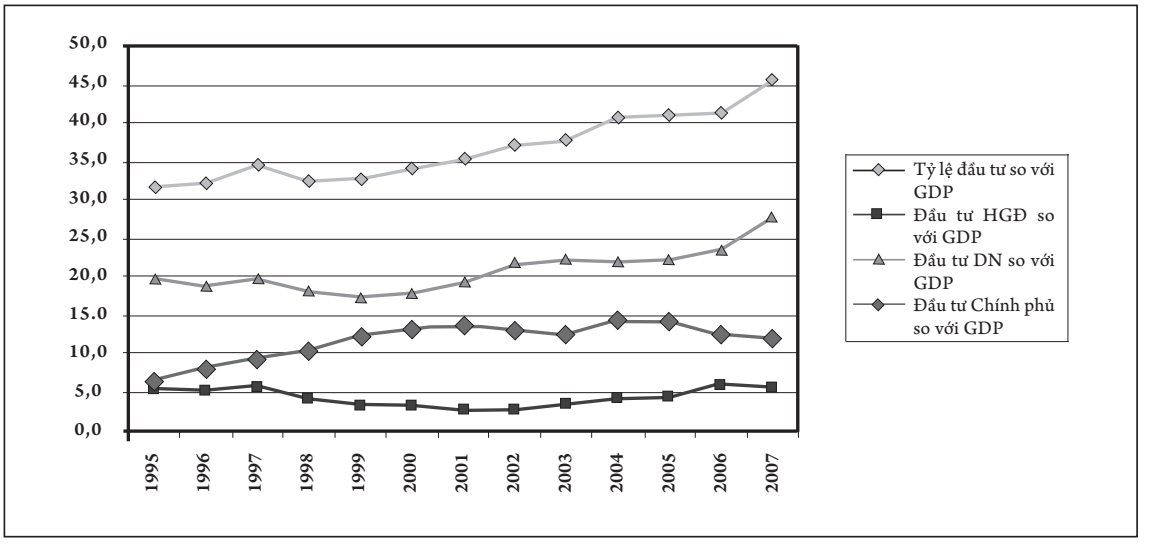
Hình 9. Cơ cấu tiết kiệm theo khu vực thể chế



Nguồn: Tổng cục thống kê

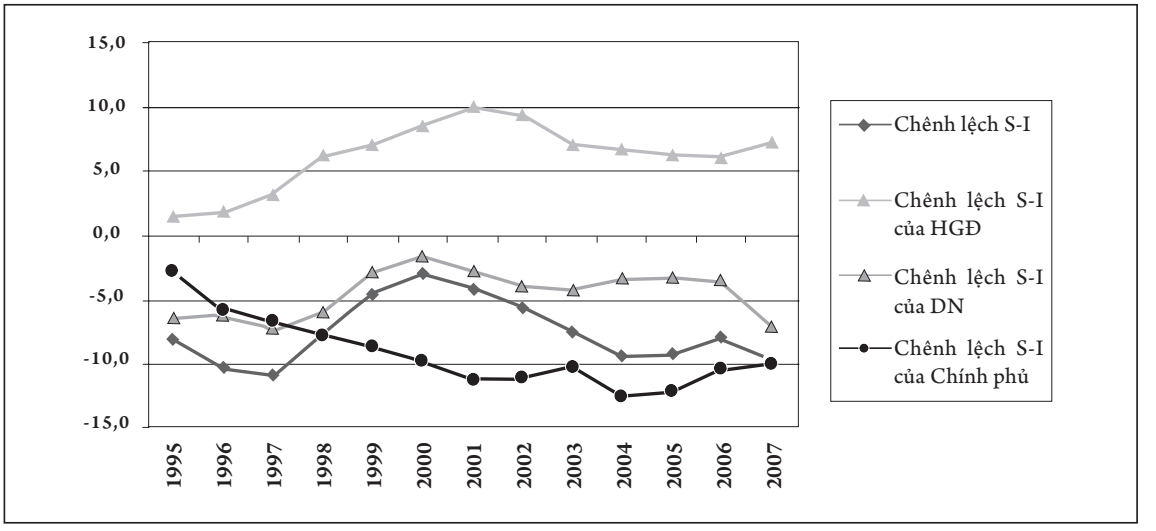
Trong 3 khu vực thì khu vực hộ gia đình là khu vực cho vay ròng. Trung bình giai đoạn 1995 - 2007 hộ gia đình tiết kiệm 10,5 % GDP và đầu tư 4,3 %, như vậy hộ gia đình cho vay ròng 6,2% GDP. Khu vực doanh nghiệp tiết kiệm được 16,2% GDP và đầu tư 20,8% GDP, do đó khu vực này đi vay ròng 4,6% GDP. Chính phủ tiết kiệm được 2,4% GDP và đầu tư 11,7 % GDP đo đó chính phủ đi vay ròng 9,3%.

Hình 10. Tỷ lệ đầu tư theo khu vực giai đoạn 1995 – 2007 (%GDP)



Nguồn: Tác giả tính toán từ các số liệu của Vụ Tài khoản Quốc gia, Tổng cục thống kê

Hình 11. Chênh lệch giữa tiết kiệm và đầu tư theo khu vực (% GDP)

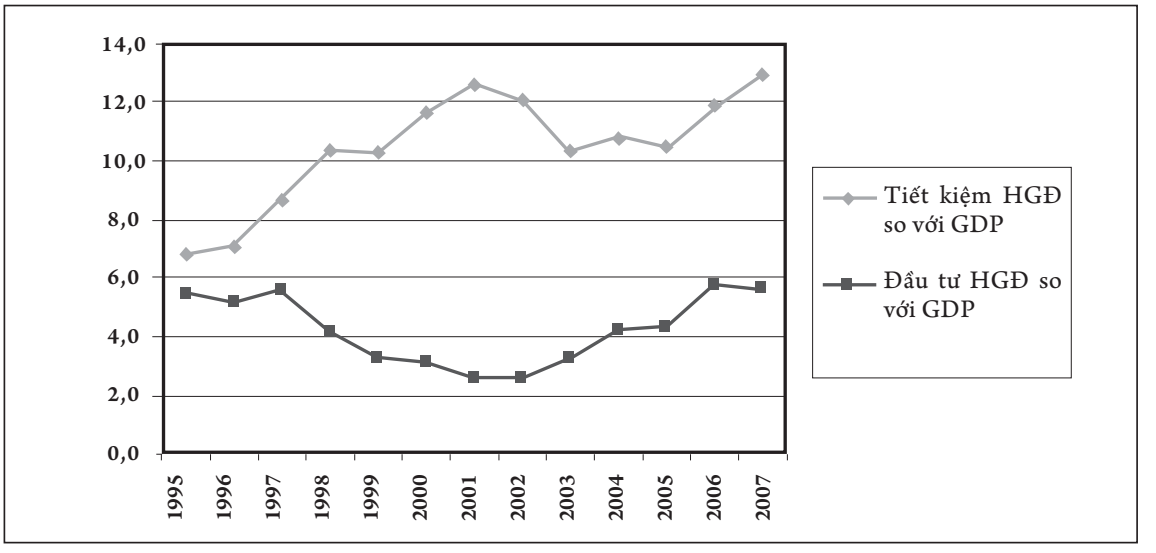


Nguồn: Tác giả tính toán từ các số liệu của Vụ Tài khoản Quốc gia, Tổng cục thống kê

4.2.1. Tiết kiệm và đầu tư hộ gia đình

Tỷ lệ tiết kiệm của hộ gia đình so với GDP đã tăng liên tục từ 6,9% năm 1995 lên 12,6% năm 2001, sau đó tỷ lệ này lại giảm trong các năm 2002 - 2004 và tăng lên từ năm 2004 đến nay. Tỷ lệ tiết kiệm của hộ gia đình 2002 - 2004 giảm là do chính sách kích cầu của chính phủ giai đoạn 1998 – 2002 đã làm cho tỷ lệ tiêu dùng của hộ gia đình tăng lên (Hình 12). Tuy nhiên khi chu kỳ kinh tế tăng trưởng trở lại (từ năm 2003) tỷ lệ tiết kiệm của hộ gia đình có xu hướng tăng. Trong 3 khu vực hộ gia đình là khu vực thặng dư tiết kiệm nên là người cho vay ròng.

Hình 12. Tỷ lệ tiết kiệm và đầu tư của HGĐ so với GDP (%GDP)



Nguồn: Tác giả tính toán từ các số liệu của Vụ Tài khoản Quốc gia, Tổng cục thống kê

Có nhiều nguyên nhân tác động đến tiết kiệm hộ gia đình như thu nhập khả dụng, cơ cấu dân số theo độ tuổi, các chính sách của Chính phủ. Trong nghiên cứu tiết kiệm hộ gia đình ở Việt Nam của Viện Kinh tế bằng hàm xu thế cho thấy, tăng trưởng của tiết kiệm hộ gia đình tới 94,85% có thể giải thích bởi tăng trưởng trong thu nhập của hộ. Mặt khác, theo mô hình tiết kiệm của N. Kaldor[9] chi tiêu của các hộ gia đình không chỉ đơn thuần tăng theo thu nhập, mà trong hành vi tiêu dùng và tiết kiệm hộ gia đình về trung hạn có những dao động mang tính chu kỳ phản ánh những đợt bùng nổ mua sắm khi mức sống tăng lên tương ứng với những giai đoạn sụt giảm trong tỷ lệ tiết kiệm.

Cơ cấu nhân khẩu học đã tác động không nhỏ đến tiết kiệm hộ gia đình ở Việt Nam. Theo lý thuyết tiết kiệm theo vòng đời của Modigliani, tiết kiệm thường có quan hệ thuận chiều với các hộ gia đình trẻ, và có tỷ lệ ngược chiều với các hộ gia đình già. Có nghĩa là mức tiết kiệm của các hộ gia đình gia tăng cùng với quá trình tăng lên về tuổi tác, trước khi giảm xuống khi người ta bước sang độ tuổi nghỉ hưu. Cơ cấu dân số của Việt Nam từ những năm 1990 đến nay biến đổi rất mạnh, cụ thể năm 1989 độ tuổi 0 - 14 chiếm 39,1 % đã giảm xuống 26,39% năm 2005, từ 15 - 40 tăng từ 41,4% lên 43,37%, độ tuổi từ 46 - 59 tăng từ 12,4% lên 20,57% và độ tuổi trên 60 tăng từ 7,1% lên 8,97%. Sự biến động cơ cấu dân số theo độ tuổi như trên đã tác động tích cực đến tỷ lệ tiết kiệm. Tuy nhiên, tỷ lệ dân số từ 0 - 14 tuổi vẫn chiếm đến 26,4 % năm 2005 (Nhật Bản 16%) và tỷ số phụ thuộc của Việt Nam vẫn cao (55%) chứng tỏ cơ cấu dân số Việt Nam vẫn trẻ. Nếu giả thiết "Tiết kiệm hình bướu" của Harrod là đúng thì cơ cấu dân cư trẻ của Việt Nam hiện nay đã làm hạn chế mức tiết kiệm của các hộ gia đình. Tốc độ tăng dân số giảm trong thập niên qua sẽ hứa hẹn một tỷ lệ tiết kiệm cao hơn trong tương lai khi cơ cấu dân số Việt Nam chuyển từ cơ cấu dân số trẻ sang "cơ cấu dân số vàng" hay dư lợi về dân số vào khoảng năm 2014 - 2015. Nếu so với Trung Quốc thì tỷ lệ tiết kiệm hộ gia đình của Việt Nam con nhỏ hơn rất nhiều. Trung Quốc đã thực hiện chính sách mỗi gia đình chỉ có một còn trong suốt 25 năm qua đã làm cho cơ cấu dân số của Trung Quốc chuyển từ cơ cấu trẻ sang cơ cấu dân số vàng (khi tỷ lệ người trong độ tuổi lao động cao) chính là tiền đề cho sự gia tăng tỷ lệ tỷ kiệm của hộ gia đình ở Trung Quốc. Mặt khác theo số liệu thống kê năm 2003 ở Việt Nam có 183.122 triệu hộ gia đình. Tốc độ tăng số hộ gia đình đang giảm dần, hiện chỉ còn 2,3% năm, ít hơn mức 2,5% năm 1999. Số nhân khẩu trung bình của một hộ là 4,42 người giảm so với 4,86 người của đầu những năm 1980. Khi các điều kiện khác không thay đổi quy mô của các hộ gia đình giảm đi tạo điều kiện cho họ nâng cao mức tiết kiệm của mình.

[9] N.Kaldor (1955)

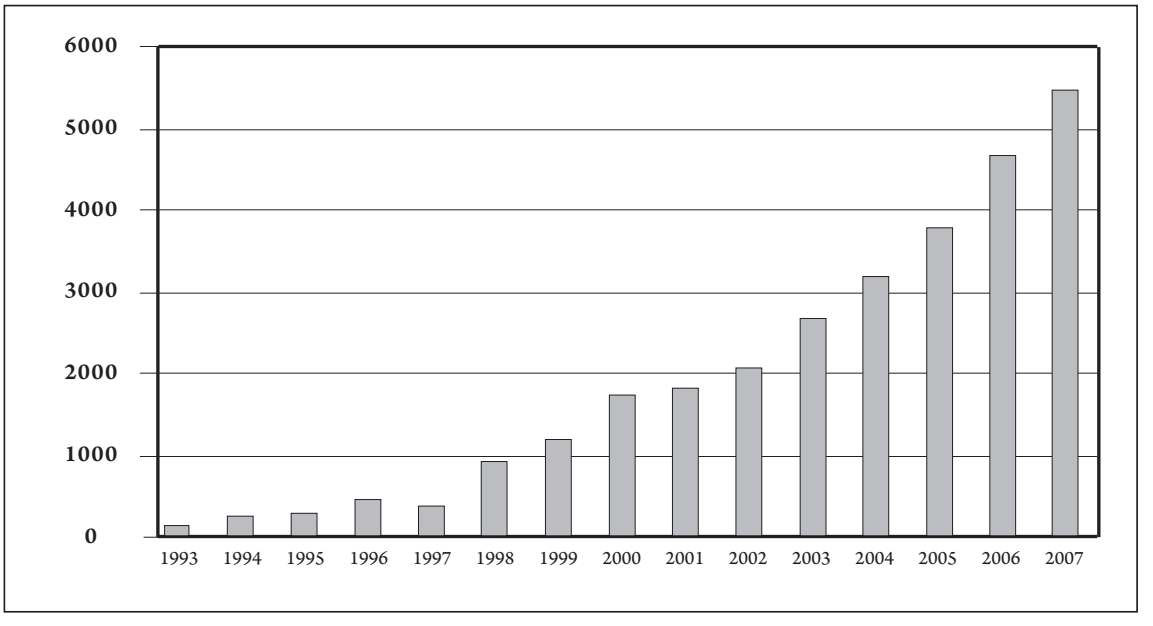
Trong thành phần thu nhập của hộ gia đình, tiền lương và có tính chất lương chiếm trung bình 86,6% trong giai đoạn 1995 – 2007. Các khoản chuyển nhượng hiện hành chiếm tới 10,7% trong tổng thu nhập của các hộ gia đình (Bảng 5). Tỷ trọng của chuyển nhượng hiện hành cao ở Việt Nam một phần là do lượng kiều hối chuyển về tăng mạnh từ đầu những năm 1990 đến nay. Trong giai đoạn từ 1995 đến nay lượng kiều hối gửi về Việt Nam không ngừng gia tăng từ 285 triệu USD năm 1995 lên khoảng 4,7 tỷ USD năm 2006 và 5,5 tỷ USD năm 2007 (Xem hình 13). Như vậy, trong giai đoạn 1995 - 2006 đến nay lượng kiều hối gửi về nước đạt 23,4 tỷ USD, gần bằng 31% nguồn vốn FDI và lớn hơn nguồn ODA giải ngân. Các nước Trung Quốc, Ấn Độ, Israel đã rất thành công trong việc quy tụ

Bảng 5. Cơ cấu thu nhập của các hộ gia đình (%) giai đoạn 1995 - 2007

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Tiền lương và có tính chất lương	87,2	86,5	86,2	86,2	85,9	85,8	85,2	85,1	88,0	88,1	88,7	86,3	82,4
Trợ cấp	2,0	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	3,8	3,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3
Các khoản chuyển nhượng hiện hành	10,7	11,1	11,4	11,4	11,5	11,7	11,0	11,4	9,7	9,5	8,8	9,7	15,3

Nguồn: Tác giả tính toán từ số liệu của Vụ tài khoản quốc gia, Tổng cục thống kê

Hình 13. Lượng kiều hối qua các năm (Triệu USD)



Nguồn:Thời báo Kinh tế Việt Nam, Kinh tế 2007 – 2008 Việt Nam và Thế giới.

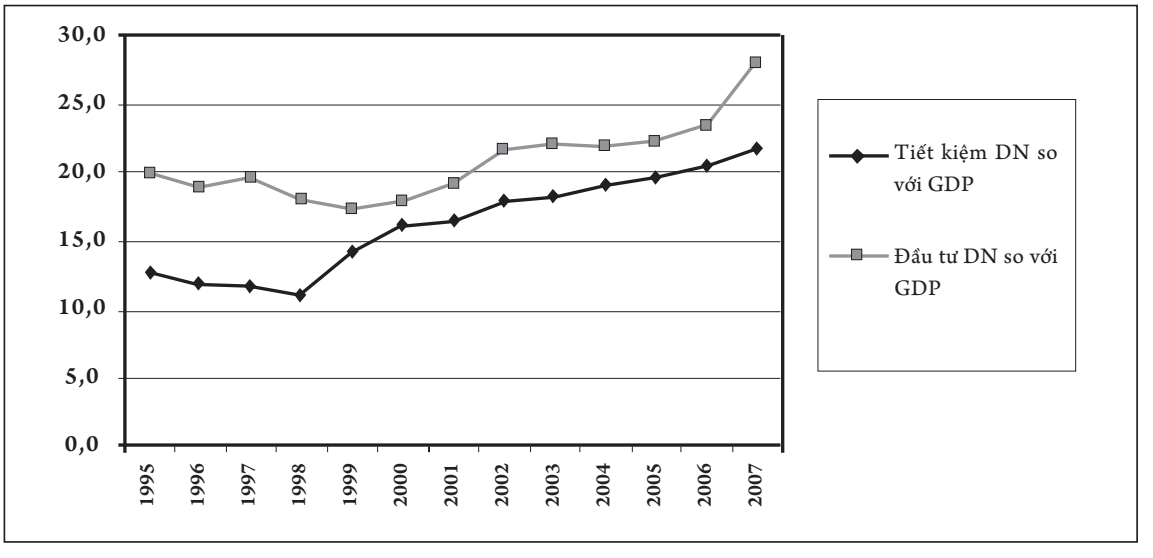
được sức mạnh của kiều bào. Các nước này không chỉ thu hút được nguồn kiều hối, mà còn thu hút được chất xám và lấy kiều bào làm cầu nối để đưa hàng hóa thâm nhập vào các thị trường trên thế giới. Với hơn 3 Việt kiều sống ở Bắc Mỹ, Châu Âu, Australia đây là một kênh huy động vốn lớn đối với Việt Nam. Do vậy, Chính phủ cần phải có những chính sách thông thoáng hơn nữa để thu hút kiều hối và đầu tư của Việt kiều về nước.

4.2.3. Tiết kiệm và đầu tư của doanh nghiệp

Trong 3 khu vực khu vực doanh nghiệp cùng với Chính phủ là khu vực đi vay ròng nhiều nhất. Theo hình 12 ta thấy tỷ lệ đầu tư so với GDP của doanh nghiệp đạt 20,8% trong giai đoạn 1995 – 2007 cao hơn nhiều so với tỷ lệ đầu tư của Chính Phủ và hộ gia đình. Trong 20,8% của tỷ lệ đầu tư so với GDP của doanh nghiệp, khu vực doanh nghiệp tiết kiệm được 16,2 % và vay 4,6%. Mức chênh lệch S-I của khu vực doanh nghiệp giai đoạn 1995 – 1997 trung bình 5,4% đã giảm xuống còn 3,5% thời kỳ 1998 – 2002 và tăng lên 8,1% giai đoạn 2003 - 2007. Điều này chứng tỏ rằng do chính sách nới lỏng tiền tệ của Chính phủ đã làm cho các doanh nghiệp dễ dàng trong việc huy động vốn.

Tỷ lệ tiết kiệm của doanh nghiệp biến thiên theo hai giai đoạn trong thời kỳ 1995 - 2007. Tỷ lệ tiết kiệm của doanh nghiệp trong GDP giảm trong giai đoạn 1995 – 1999 và tăng trong giai đoạn 1999 cho đến nay. Một trong những nguyên nhân quan trọng dẫn đến các biến thiên thất thường của tiết kiệm doanh nghiệp là môi trường pháp lý của doanh nghiệp trong quá trình chuyển đổi chưa ổn định,

Hình 14. Tỷ lệ tiết kiệm và đầu tư của doanh nghiệp so với GDP (% GDP)



Nguồn: Tác giả tính toán từ các số liệu của Vụ Tài khoản Quốc gia, Tổng cục Thống kê

còn nhiều bất cập. Trong tiết kiệm của doanh nghiệp khấu hao vẫn chiếm tỷ trọng khá cao chiếm tỷ trọng trung bình 53,2 % giai đoạn 1995 - 2007, cao hơn so với lợi nhuận để lại, đặc biệt là tỷ lệ khấu hao của DNNN rất lớn do các doanh nghiệp này chiếm đến 60% tổng vốn cố định của nền kinh tế. Lợi nhuận để lại ở mức 46,8 % trong tiết kiệm của doanh nghiệp. Điều này hoàn toàn tương tự so với các

Bảng 6. Tỷ trọng lợi nhuận để lại và khấu hao trong tổng tiết kiệm của doanh nghiệp

Năm	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Tỷ trọng lợi nhuận trong tiết kiệm	43,3	43,4	43,7	44,0	44,1	44,3	44,6	43,4	42,9	45,4	44,2	59,5	66,4
Tỷ trọng khấu hao trong tiết kiệm DN	56,7	56,6	56,3	56,0	55,9	55,7	55,4	56,6	57,1	54,6	55,8	40,5	33,6

Nguồn: Tác gải tính toán từ nguồn số liệu của Vụ Tài khoản quốc gia, Tổng cục Thống kê

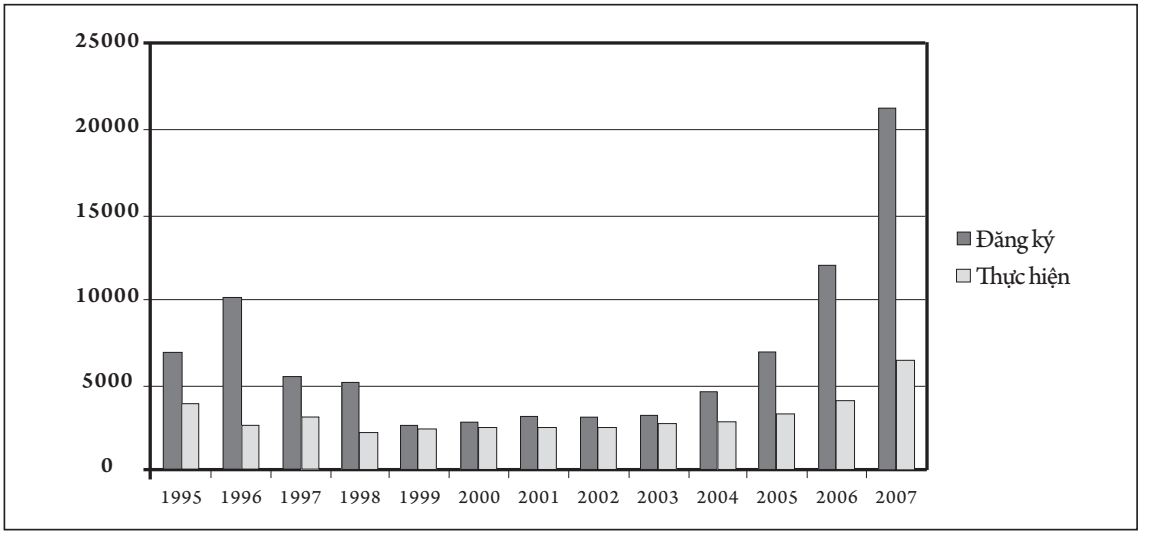
nước đang phát triển khác khi khấu hao chiếm tỷ trọng lớn trong tiết kiệm của doanh nghiệp.

Chênh lệch S-I của khu vực doanh nghiệp trong thời kỳ 1998 – 2002 giảm mạnh là do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính ở các nước Đông Á. Trong thời kỳ 1998 – 2002 tỷ lệ tiết kiệm của khu vực doanh nghiệp tăng trong khi tỷ lệ đầu tư giảm đã làm cho khoảng cách S-I giảm. Thời kỳ này nền kinh tế thiểu phát và Chính phủ thực thi hàng loạt các biện pháp kích cầu. Dưới tác động của Chính sách kích cầu của Chính phủ tỷ lệ đầu tư đã tăng trở lại và khoảng cách S-I lại có xu hướng tăng. Tuy nhiên khoảng cách 3,7% vẫn còn thấp hơn so với mức 5,4% giai đoạn trước khủng hoảng. Lý do ở đây là tỷ lệ tiết kiệm của các doanh nghiệp đã tăng nhanh dưới tác động của Luật doanh nghiệp. Luật doanh nghiệp ra đời đã làm tăng đáng kể số lượng doanh nghiệp trong nền kinh tế và đã tác động đến sự gia tăng tỷ lệ tiết kiệm của khu vực này.

Đầu tư của doanh nghiệp FDI đóng góp đáng kể vào tăng trưởng kinh tế trong thời gian qua. Khu vực này luôn tăng trưởng nhanh hơn toàn nền kinh tế, mà đỉnh cao là 20,7% năm 1997. Vào năm khó khăn nhất là năm 1999, khu vực FDI vẫn tăng trưởng 13% trong khi mức tăng GDP chung là 4,8%. Tính đến cuối năm 2007, cả nước có hơn 9.500 dự án đầu tư nước ngoài với tổng vốn đầu tư đăng ký khoảng 98 tỷ USD (kể cả vốn tăng thêm). Trừ các dự án đã hết thời gian hoạt động, hiện còn có 8.590 dự án còn hiệu lực với tổng vốn đăng ký 83,1 tỷ USD. Tỷ trọng vốn FDI đã tăng lên rất nhanh trong thời kỳ 1990 – 1996, đặc biệt là thời kỳ 1995, 1996 đã đạt tới 1/3 tổng nguồn vốn đầu tư của nền kinh tế. Tuy nhiên nguồn vốn FDI lại có xu hướng giảm trong giai đoạn 1997 – 2002 và

chỉ có xu hướng phục hồi từ năm 2003 đến nay. "Làn sóng đầu tư nước ngoài" thứ hai vào Việt Nam đang được chú ý. Đặc biệt FDI vào Việt Nam có xu hướng tăng nhanh trong năm 2006 và 2007, đạt 10,2 tỷ USD năm 2006 và 18,9 tỷ USD năm 2007. Tác động của FDI đến thị trường vốn ở Việt Nam chủ yếu là tác động gián tiếp hơn là trực tiếp. Các doanh nghiệp này hầu như không tăng nợ và tăng cổ phần trên thị trường địa phương. Hầu hết các công ty mẹ của các doanh nghiệp FDI thường tài trợ cho các công ty con ở Việt Nam và hoặc tiếp cận các thị trường tài chính tiên tiến trên thế giới.

Hình 15. FDI đăng ký và thực hiện giai đoạn 1995 – 2007



Nguồn:Thời báo kinh tế Việt Nam, Kinh tế 2007- 2008 Việt Nam và Thế giới

Trong 3 loại hình doanh nghiệp tỷ trọng đầu tư của doanh nghiệp nhà nước vẫn chiếm ưu thế trong giai đoạn 1995 – 2007 và đạt trung bình 38,2% trong tổng đầu tư của khu vực doanh nghiệp. Mặc dù tỷ trọng này đã giảm mạnh từ những năm 2000 do nỗ lực đẩy nhanh cổ phần hóa DNNN. Tuy nhiên tỷ trọng đầu tư của các DNNN vẫn còn cao so với các nước có nền kinh tế thị trường. Nhóm DNNN hiện nắm giữ khoảng 60% nguồn vốn cho vay của các ngân hàng thương mại trong nước và 70% vốn vay nước ngoài. Số vốn huy động của 70 tập đoàn, tổng công ty tính đến hết ngày 31- 12 -2007 lên đến 448.269 tỷ đồng gấp 1,4 lần vốn chủ sơ hữu. Các DNNN lại đang có xu hướng đầu tư đa ngành, đa lĩnh vực, có 16 tập đoàn và tổng công ty nhà nước đầu tư vào ngân hàng với vốn đầu tư 4.965 tỷ đồng, 9 doanh nghiệp kinh doanh chứng khóan với số vốn 316 tỷ 12 doanh nghiệp kinh doanh tài chính và bảo hiểm với số vốn 6.518 tỷ, 10 doanh nghiệp đầu tư 933 tỷ vào các quỹ đầu tư và 13 doanh nghiệp đầu tư 2.331 tỷ đồng vào bất động sản. Tổng cộng các tập đoàn và các tổng công ty đầu tư 15.063 tỷ đồng vào các ngành nói trên. Sự đầu tư tràn lan của các tập đoàn, DNNN sang

các lĩnh vực bất động sản, tài chính, bảo hiểm đã ảnh hưởng xấu đến thị trường tài chính Việt Nam hiện nay. Hơn nữa, khu vực DNNN tiếp tục nhận được nhiều tín dụng và thực hiện phần lớn các dự án đầu tư công, bất chấp một thực tế là căn cứ vào các tiêu chí khách quan, chúng rất kém hiệu quả[10] . Theo nghiên cứu của Fulbright (Fulbright, 19/5/2008) thực trạng của các DNNN hiện nay thậm chí còn đáng lo ngại hơn tình trạng của các tập đoàn tư nhân (chaebol) ở Hàn Quốc những năm 1997. Theo báo cáo của Bộ Tài chính và Ban đổi mới doanh nghiệp tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của các tập đoàn nhà nước đang rất cao - 42 lần ở CIENCO 5; 22,5 lần ở CIENCO 1; 22 lần ở VINASHIN; 21,5 lần ở LILAMA cho thấy các doanh nghiệp này không thể tăng vốn từ lợi nhuận để lại hay phát hành thêm cổ phiếu. Rõ ràng việc kiểm soát chặt chẽ đối với các tập đoàn lớn của chính phủ là hết sức cần thiết trong điều kiện khó khăn của nền kinh tế hiện nay.

Một xu hướng tích cực trong sự chuyển dịch cơ cấu đầu tư theo loại hình doanh nghiệp là tỷ trọng đầu tư của doanh nghiệp tư nhân có xu hướng tăng nhanh, đặc biệt là từ năm 2000. Luật doanh nghiệp ra đời là động lực lớn cho sự phát triển của doanh nghiệp tư nhân, tỷ trọng đầu tư của DNTN trong tổng đầu tư của khu vực doanh nghiệp tăng từ 28,3% năm 1999 lên 33,0% năm 2000 và đạt 38,7% năm 2005. Như vậy trong năm 2005 tỷ trọng vốn đầu tư của DNTN trong tổng đầu tư của khu vực doanh nghiệp đã vượt tỷ trọng của hai loại hình doanh nghiệp còn lại. (xem hình 16). Tuy nhiên, tình trạng kinh tế hiện nay (cuối 2007 và đầu 2008) đang gây cản trở lớn cho sự phát triển khu vực tư nhân. Thứ nhất, các doanh nghiệp tư nhân hiện nay đang thiếu vốn, trong khi khả năng tiếp cận vốn vay ngân hàng cho các hoạt động của họ rất khó khăn. Thứ hai, lạm phát đã đẩy chi phí vốn, lương và nguyên liệu đầu vào tăng cao làm giảm năng lực cạnh tranh của các doanh nghiệp trong khu vực này. Điều này rất nguy hiểm, bởi đây là khu vực tạo ra việc làm chính cho nền kinh tế và là động lực giúp tăng trưởng xuất khẩu trong những năm gần đây.

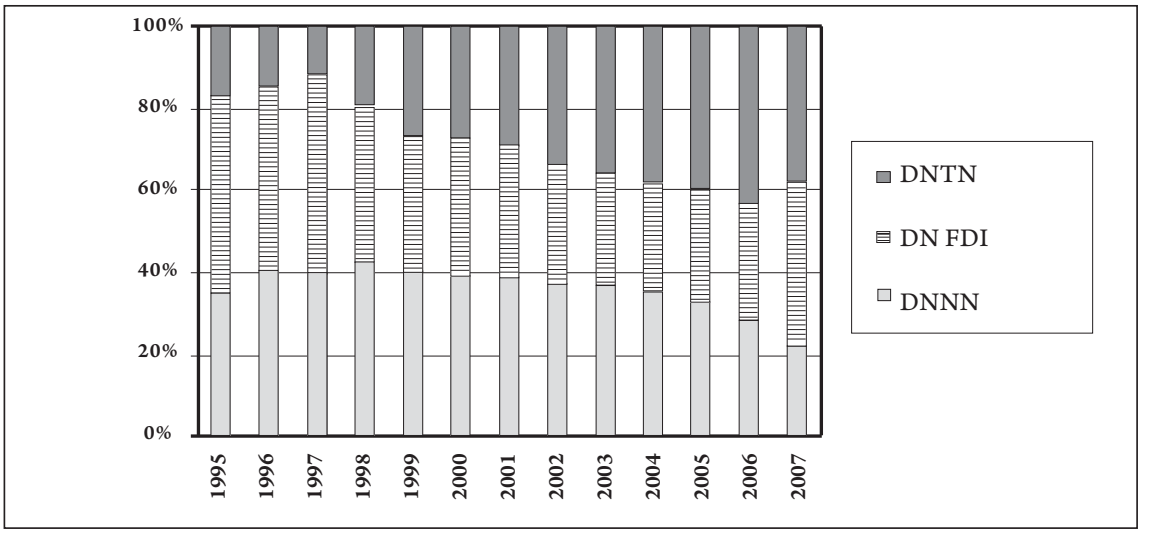
4.2.3. Tiết kiệm và đầu tư của chính phủ

Tỷ lệ tiết kiệm so với GDP của chính phủ rất thấp, do ở Việt Nam ngân sách Nhà nước liên tục thâm hụt ở mức xấp xỉ 5% GDP năm và thu nhập ròng về yếu tố sản xuất đối với nước ngoài âm, nhưng phần tiết kiệm nhà nước vẫn đạt giá trị dương và dao động quanh mức 2 đến 3% so với GDP. Khác với một số quốc gia trong khu vực, nhất là Indonesia, tỷ phần thanh toán lãi trong GDP không phải là một vấn đề lớn. Tuy tài khoản này đã tăng gấp đôi trong gian đoạn vừa qua ở

[10] Bài thảo luận chính sách số 2, Chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright, Vượt qua khủng hoảng và đẩy mạnh cải cách. 19/5/2008.

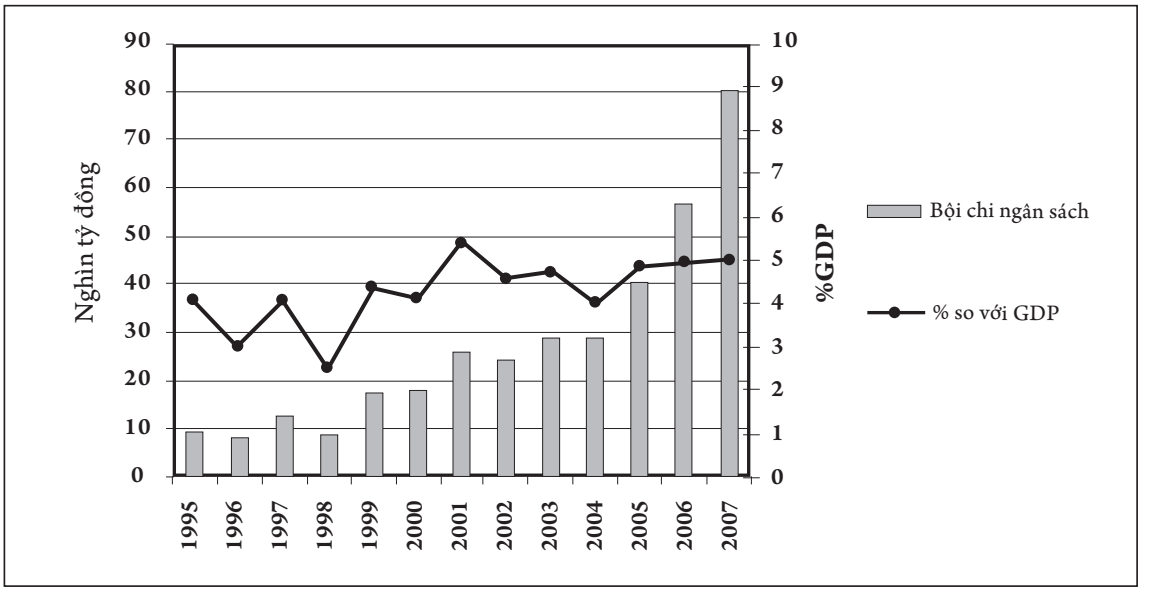
Việt Nam, xong chỉ đạt xấp xỉ 1,2% GDP. Điều này phù hợp với sự gia tăng nguồn tài chính ngoại sinh để phục vụ cho chi tiêu của Chính Phủ từ 0,6%GDP năm 1998 lên 1,6 năm 2002. Khoản tài chính ngoại sinh này đã được dùng vào đầu tư cơ bản và đã làm cho đầu tư cơ bản đã tăng liên tục từ 1988 đến nay. Một đặc trưng của chi tiêu công của Việt Nam sau đổi mới là tăng trưởng cả tuyệt đối lẫn tương đối. Sự gia tăng của đầu tư công dẫn đến sự gia tăng tổng thâm hụt tài khóa. Mức thâm hụt này đạt 1,6% năm 1988 lên gần 5% năm 2007[11].

Hình 16. Tỷ trọng đầu tư của DNNN, DN FDI và DNTN trong tổng đầu tư của khu vực DN



Nguồn: Tác giả tính toán từ các số liệu của Vụ Tài khoản Quốc gia, Tổng cục Thống kê

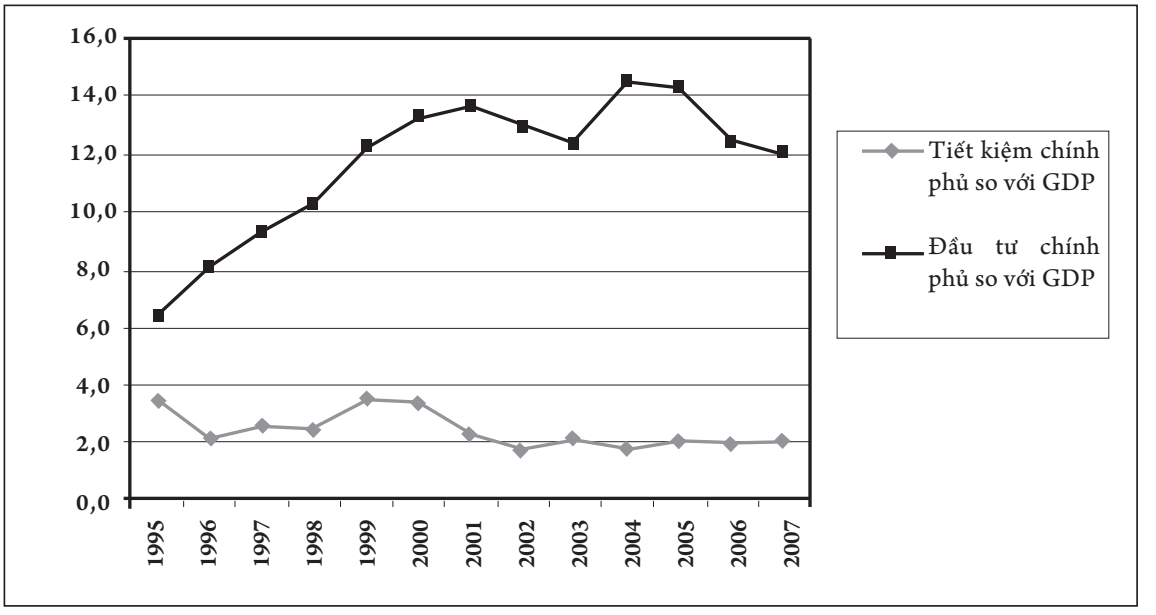
Hình 17. Bội chi ngân sách ở Việt Nam giai đoạn 1995 - 2007



Nguồn: Việt Nam 20 năm đổi mới và phát triển, Tổng cục Thống kê

[11] Số liệu của IMF thâm hụt ngân sách của Việt Nam khoảng 7% GDP

Hình 18. Tỷ lệ tiết kiệm và đầu tư của chính phủ so với GDP



Nguồn: Tác giả tính toán từ nguồn số liệu của Tổng cục Thống kê

Theo Hình 18 ta thấy tỷ lệ đầu tư của chính phủ so với GDP gần như tăng liên tục từ năm 1995 đến 2007. Trong đó tỷ lệ đầu tư của chính phủ so với GDP tăng mạnh trong thời kỳ 1999 – 2002 do các chính sách kích cầu của Chính phủ. Mặc dù ngân sách Nhà nước liên tục thâm hụt ở mức xấp xỉ 5% GDP năm[12] và thu nhập ròng về yếu tố sản xuất đối với nước ngoài âm, nhưng phần tiết kiệm nhà nước vẫn đạt giá trị dương và dao động quanh mức 1/3 tổng đầu tư nội địa. Điều này hàm ý rằng chính phủ đang tích cực huy động các nguồn vốn vay trong và ngoài nước nhằm tài trợ cho các dự án đầu tư của mình. Bên cạnh việc thúc đẩy đầu tư chung của toàn xã hội, việc vay nợ này còn giữ cho đầu tư của Nhà nước luôn duy trì ở mức trên dưới 30% tổng đầu tư. Đây chính là biểu hiện của "hiệu ứng chiếm chỗ" [13] khi đầu tư nhà nước "lấn át" các thành phần đầu tư khác trong tổng đầu tư toàn xã hội, đầu tư từ nguồn ngân sách nhà nước có xu hướng thay thế các nguồn đầu tư tư nhân. Trong khi tỷ lệ đầu tư của nhà nước trong GDP có xu hướng tăng, tỷ lệ tiết kiệm lại giảm từ năm 2000 càng làm cho độ doãng tiết kiệm đầu tư của nhà nước có xu hướng tăng lên. Đồng thời với xu hướng này vay nợ nước ngoài của Việt Nam cũng nhanh qua các năm.

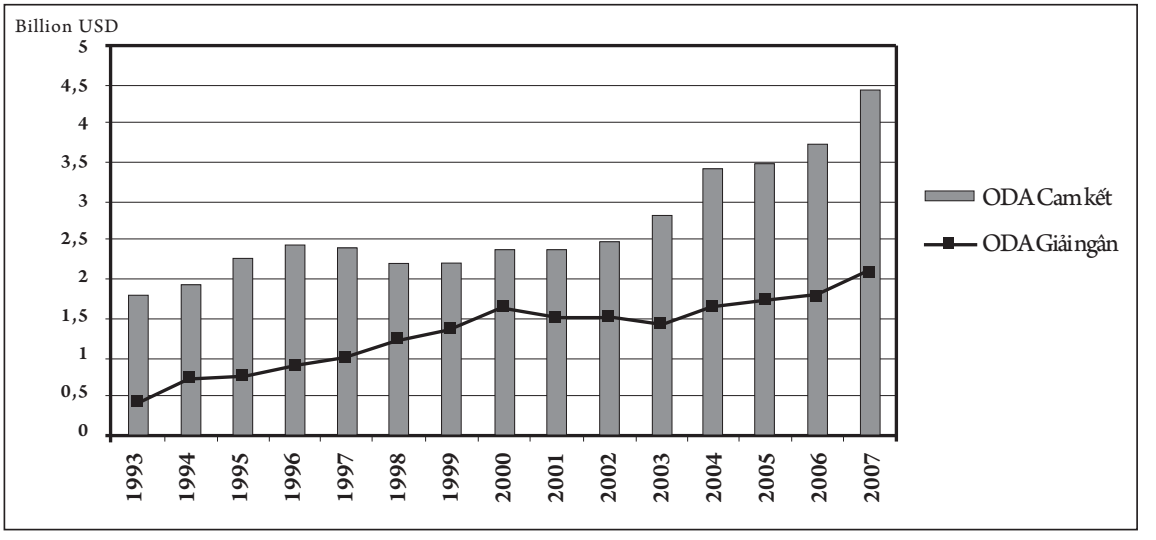
Trong thành phần nguồn vốn đầu tư nhà nước nguồn vốn ODA đóng vai trò hết sức quan trọng. Nguồn vốn ODA giải ngân đạt trên dưới 4% GDP hàng

[12] Luật Ngân sách Nhà nước chỉ mới được ban hành lần đầu tiên vào 20.03.1996.

[13] *Tiết kiệm hộ gia đình ở Việt Nam*, Viện kinh tế Việt Nam

năm và chiếm khoảng 33,4% trong tổng đầu tư của nhà nước. Tuy nhiên tỷ trọng ODA được giải ngân trong tổng nguồn vốn đầu tư nhà nước đang có xu hướng giảm. Tỷ trọng vốn ODA giải ngân trong tổng vốn đầu tư nhà nước đã giảm từ 56,1% năm 1995 xuống còn 24,1 % năm 2005 sau đó tăng lên 36,9% năm 2007. Có thể nhận thấy tỷ lệ giải ngân của Việt Nam rất thấp chỉ đạt 45,4% trong giai đoạn 1993 – 2007. So sánh tỷ lệ ODA ký trên GDP với các nước có trình độ phát triển kinh tế tương đương, tỷ lệ này của Việt Nam khá thấp trong giai đoạn 2001 - 2007 đạt trung bình 3,5-4,5% (tỷ lệ này trung bình của các nước tiếp nhận ODA trên thế giới là 9%). Tỷ lệ giải ngân ODA của một số nhà tài trợ tại Việt Nam vẫn thấp hơn so với tỷ lệ giải ngân của những nhà tài trợ đó trong khu vực và trên thế giới.

Hình 19. Tình hình cam kết và giải ngân ODA thời kỳ 1993 - 2007



Nguồn: Vụ Hợp tác quốc tế, Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Chỉ tính thời kỳ 2001-2005 nguồn vốn ODA đã bổ sung khoảng 11% cho tổng vốn đầu tư toàn xã hội và nguồn vốn ODA cấp phát qua ngân sách nhà nước chiếm trung bình khoảng 17% tổng đầu tư từ ngân sách. ODA đã thực sự trở thành kênh vốn bổ sung quan trọng cho sự nghiệp phát triển kinh tế - xã hội của đất nước. Trong nguồn vốn ODA khoảng 80% là vốn vay ưu đãi đã làm gia tăng nợ nước ngoài của Việt Nam, tính đến ngày 31/12/2007 nợ của Việt Nam ước tính khoảng 22,4 tỷ USD. Từ năm 2000 đến nay tỷ trọng nợ của Chính phủ đã tăng đều đặn lên trên 75%. Nợ của các doanh nghiệp nhà nước giảm với tỷ trọng trung bình là 7,4%, của các doanh nghiệp FDI cũng giảm và chiếm khoảng 27,2%. Đây là một xu hướng không lành mạnh, bởi vì "con nợ" chính lại là chính phủ. Theo chiến lược vay trả nợ nước ngoài đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt, hiện nay nợ nước ngoài của Việt Nam nằm trong ranh giới an toàn. Tổng số nợ

nước ngoài của toàn bộ nền kinh tế đến cuối năm 2005 bằng 35,3 % GDP , bằng 51,5 % kim ngạch xuất khẩu, dịch vụ trả nợ (số tiền trả nợ gốc và lãi) bằng 5,1 % kim ngạch xuất khẩu , dịch vụ trả nợ Chính phủ bằng 6,0% tổng thu ngân sách Nhà nước[14] . WB cũng đánh giá nợ nước ngoài của Việt Nam nằm trong ranh giới an toàn. Mặc dù vậy, với xu hướng nguồn vốn vay tăng nhanh Chính phủ Việt Nam cần thận trọng hơn trong chiến lược vay trả nợ nước ngoài. Hơn nữa, sau năm 2010 tỷ trọng nguồn vốn ODA có điều kiện ưu đãi cao trong tổng vốn ODA sẽ giảm, đồng thời vốn vay ODA có điều kiện gần với điều kiện vốn vay thương mại sẽ tăng, nên Chính phủ Việt Nam cần phải đẩy mạnh áp dụng các mô hình viện trợ mới với quy mô lớn cho Việt Nam.

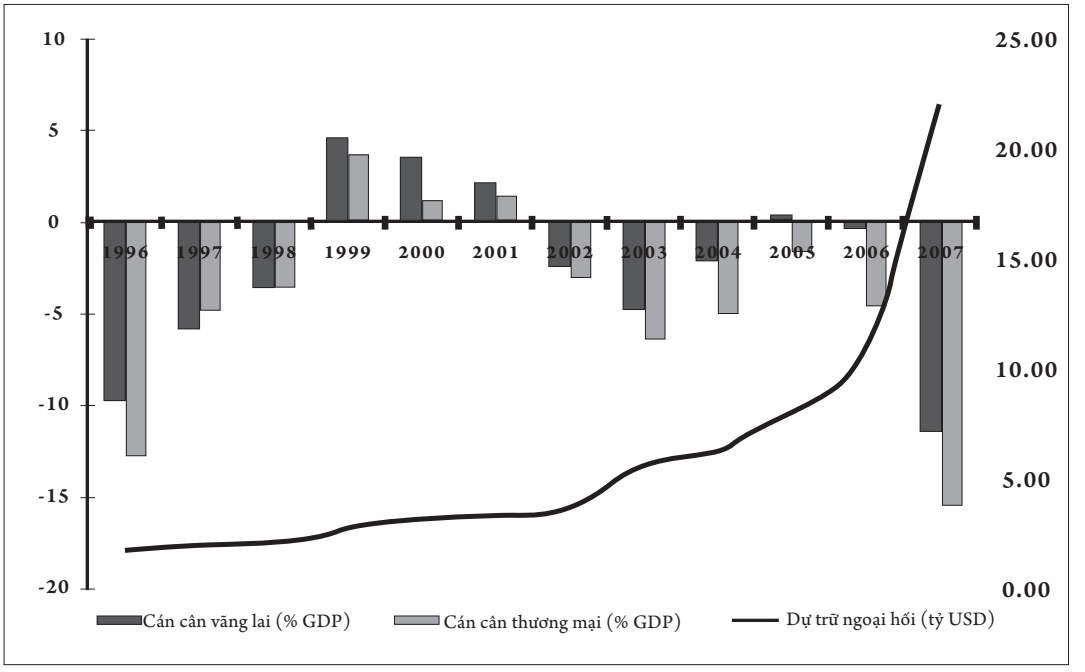
4.3. Chênh lệch S-I

Hiện tại "độ doãng" giữa tiết kiệm và đầu tư toàn xã hội xấp xỉ 9 % GDP, đã thu hẹp so với mức 10% - 12% GDP của một thập niên trước đây. Điều này chứng tỏ nền kinh tế Việt Nam đã trở nên cân bằng hơn và tiết kiệm đang thể hiện xu hướng "đuổi kịp" đầu tư ở mức trên dưới 1/3 GDP. Duy trì và thúc đẩy xu hướng tích cực này là một trong những nhiệm vụ quan trọng đối với việc hoạch định chính sách kinh tế, tuy nhiên trong thời gian từ 2001 đến nay độ doãng này đang có xu hướng gia tăng. Thiếu hụt giữa tiết kiệm và đầu tư là nguyên nhân làm thâm hụt tài khoản vãng lai. Cán cân vãng lai của Việt Nam đã có sự thay đổi nhanh chóng từ năm 1996 khi mà mức thâm hụt trong năm 2008 này đã lên tới 9 % GDP. Mức thâm hụt đã được thu hẹp trong các năm 1997 – 1998 và thặng dư năm 1999. Một trong những biện pháp đã được sử dụng để giảm bớt thâm hụt là kiềm chế nhập khẩu. Ngoài ra, khủng hoảng kinh tế Châu Á cũng tác động đến nền kinh tế và dòng vốn đầu tư nước ngoài; qua đó làm giảm cầu nhập khẩu. Sự phục hồi của các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam, chủ yếu là các nước bạn hàng Đông Nam Á từ năm 1999 đem lại sự gia tăng về cầu đối với hàng xuất khẩu của Việt Nam. Cán cân thương mại và vãng lai do vậy vẫn tiếp tục có mức thặng dư đáng kể trong năm 2000 và 2001 trước khi thâm hụt trở lại kể từ năm 2002. Thâm hụt cán cân vãng lai đạt mức 9,85% GDP năm 2007 so với mức 0,3% năm 2006. Mặc dù có mức thâm hụt cán cân tài khoản vãng lai ở mức cao nhưng cán cân thanh tóan của Việt Nam vẫn ở mức an toàn do cán cân vãng lai được tài trợ chủ yếu bởi các nguồn đầu tư trung và dài hạn như đầu tư trực tiếp nước ngoài và viện trợ hỗ trợ phát triển chính thức (ODA). Cam kết ODA ở mức 5,4 tỷ USD và giải ngân là 2,4 tỷ USD trong năm 2007. Dòng vốn đầu tư gián tiếp có sự tăng trưởng đột biến trong năm 2006 và đặc biệt là năm 2007 cùng với sự bùng nổ

[14] Theo kinh nghiệm quốc tế giới hạn tối đa đối với tổng nợ nước ngoài là 50 - 60% hoặc 150% kim ngạch xuất khẩu, dịch vụ trả nợ bao gồm cả gốc và lãi là 15% và 10% tổng thu ngân sách nhà nước.

của thị trường chứng khóan. Mức cam kết cao của các nguồn FDI và ODA cho thấy Việt Nam có thể tăng được mức độ giải ngân nếu các hạn chế hiện tại được giải quyết. Gia nhập WTO có thể là một yếu tố quyết định cho sự tăng trưởng nhanh trong nguồn vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp này; song các nhân tố khác cũng có thể đóng vai trò quan trọng như chương trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước, minh bạch hóa hơn trong thủ tục đầu tư, kết quả của Hiệp định thương mại Việt Nam – Hoa Kỳ, chuyển vốn ra khỏi các thị trường tài chính phát triển và các yếu tố nền tảng ổn định ở Việt Nam. Do luồng vốn chuyển vào nhiều, dự trữ ngoại hối cũng tăng nhanh. Từ năm 1996 đến 2002, dự trữ ngoại hối bổ sung hàng năm của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam chỉ ở mức hạn chế. Tuy nhiên, mức dự trữ đã tăng nhanh từ năm 2003 và đặc biệt trong những năm gần đây. Dự trữ ngoại hối đã tăng từ 11,5 tỷ USD vào cuối năm 2006 lên mức khoảng 23 tỷ USD vào cuối năm 2007, tương đương với 32% GDP (xem Hình 20). Đồng thời, dự trữ ngoại hối tính trên tuần nhập khẩu đã tăng lên mức đáng kể, từ 2 tháng nhập khẩu năm 2000 lên gần 4 tháng năm 2007.

Hình 20. Dự trữ ngoại tệ của Việt Nam



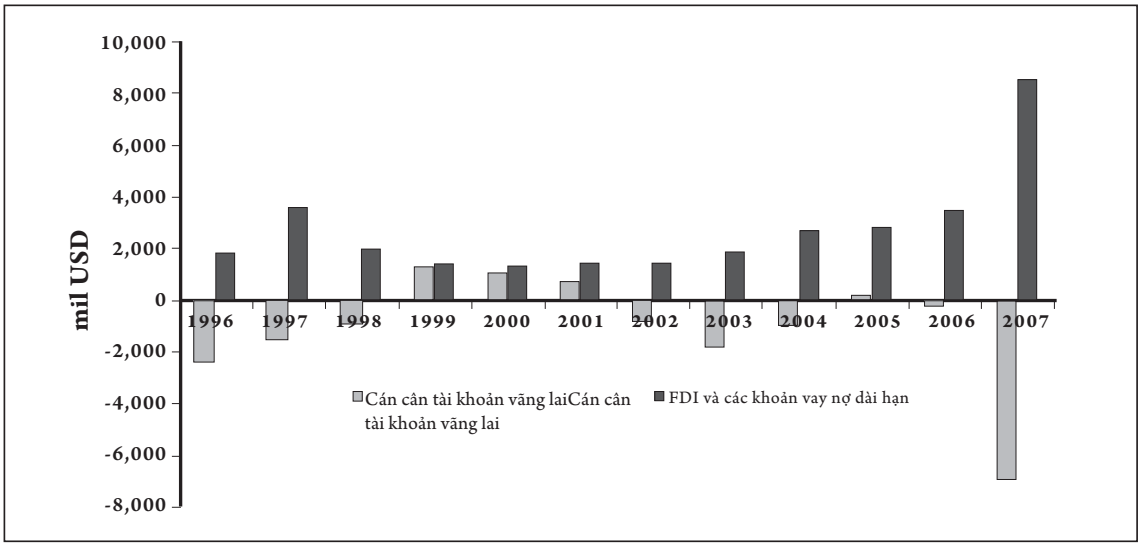
Nguồn: Claudio Dordi, Michel Kostecki, Francesco Abbate, Andrina Lever & Paul Baker và Phạm Chi Lan, Lê Đăng Doanh và các tác giả khác (2008).

Hiện tại, Việt Nam đã có dòng vốn vào đủ bù đắp cho thâm hụt thương mại, Tuy nhiên, mức thâm hụt ở mức cao và dai dẳng có thể gây tổn hại tới tăng trưởng kinh tế trong dài hạn. Mặc dù gia nhập WTO sẽ hỗ trợ xuất khẩu nhưng giảm hàng rào thuế quan cũng làm cho hàng hóa nhập khẩu trở nên cạnh tranh hơn so

với sản phẩm trong nước, do đó xuất khẩu ròng vẫn sẽ đóng góp âm vào tăng trưởng trong trung hạn. Điều này đặt ra câu hỏi về mức độ bền vững trong thâm hụt cán cân vãng lai. Hiện tại, phần lớn nhất trong cán cân vốn và tài chính là giải ngân FDI và cấu phần nhập lớn nhất là máy móc thiết bị và nguyên vật liệu; do đó, khả năng cạnh tranh trong dài hạn có thể được cải thiện với mức thâm hụt lớn hiện nay.

Tuy nhiên, cơ cấu tài trợ thâm hụt cũng đã có sự thay đổi đáng kể với tỷ trọng của các nguồn vốn ngắn hạn tăng lên[15] . Điều này đặt ra vấn đề về khả năng đảo chiều của dòng vốn và sự ổn định của cán cân thanh toán.

Hình 21. Thâm hụt cán cân vãng lai và nguồn bù đắp



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Tuy đạt được nhiều kết quả tích cực nhưng tích lũy và đầu tư vẫn còn một số hạn chế, bất cập. Qui mô tuyệt đối về tích lũy còn nhỏ so với yêu cầu đầu tư. Có một lượng vốn không nhỏ còn tồn đọng trong dân mà chưa được huy động vào đầu tư tăng trưởng; nguồn vốn nhàn rỗi này đã được dùng để đầu cơ bất động sản, mua vàng hay dự trữ đôla… Đầu tư nước ngoài có dấu hiệu hồi phục, đặc biệt là năm 2007 một năm sau khi Việt Nam gia nhập WTO với mức vốn đăng kỷ lên tới 20,2 tỷ USD. Sự gia tăng đột biến FDI vào Việt Nam trong năm 2006 và 2007 do: i) Việt Nam trở thành thành viên chính thức của WTO; ii) Những nỗ lực của

[15] ANZ đánh giá khoản đầu tư gián tiếp nước ngoài năm 2007 có thể tới 5,7 tỷ USD và khoảng 7,3 tỷ USD trong năm 2008. Tuy nhiên, các cơ quan quản lý của Việt Nam không xác định chính xác khối lượng vốn chuyển vào do số liệu bị phân tán giữa Ngân hàng Nhà nước và Ủy ban chứng khoán.

Chính phủ trong việc cải thiện môi trường đầu tư; iii) Những bất ổn về Chính trị của một số nước trong khu vực như Thái Lan, Philippin.

Cam kết ODA cho Việt Nam trong thời gian qua cũng có xu hướng tăng nhanh. Tại Hội nghị các nhà tài trợ CG các nước và tổ chức quốc tế vẫn cam kết gia tăng ODA cho Việt Nam trong năm 2008 với 5,526 tỷ USD. Tuy nhiên, khi luồng vốn nước ngoài bao gồm FDI, đầu tư gián tiếp và ODA vào Việt Nam tăng nhanh đã tạo ra những áp lực cho điều tiết vĩ mô của chính phủ trong quản lý tỷ giá hội đoái và lạm phát.

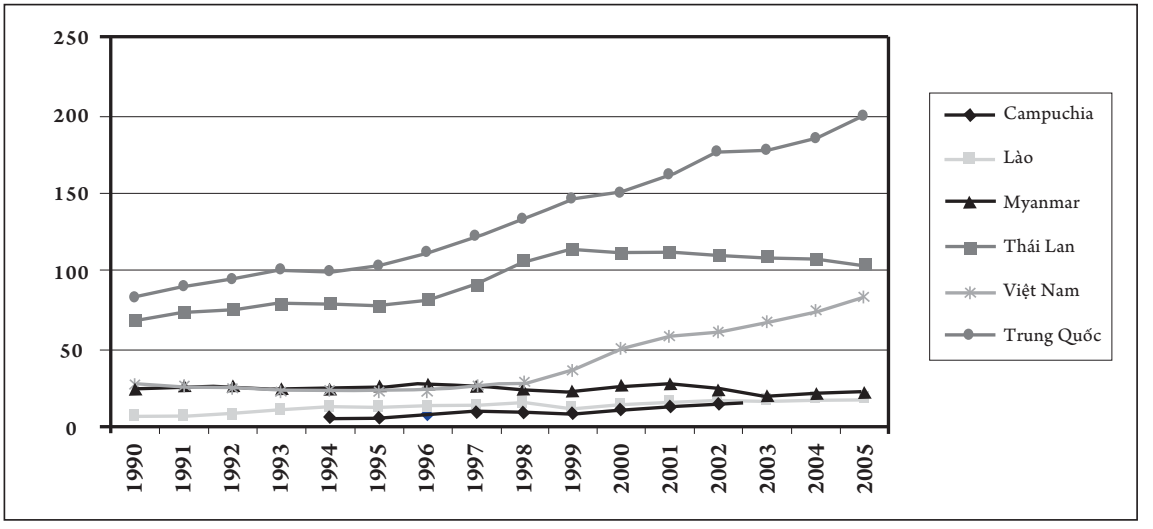
5. Khu vực tài chính đối với huy động tiết kiệm và đầu tư ở Việt Nam

Mặc dù hệ thống tài chính chỉ làm trung gian cho một phần trong tổng nguồn vốn có thể dành cho đầu tư, nhưng hệ thống này giữ vai trò cốt tử trong việc phân phối các khoản tiết kiệm. Khi lượng tiết kiệm đi qua hệ thống tài chính gia tăng, độ sâu tài chính tăng lên. Từ năm 1990 đến nay độ sâu của hệ thống tài chính ở Việt Nam đã tăng nhanh, tỷ lệ M2/GDP đã tăng từ 27,1 % năm 1990 lên 82,4% năm 2005 và đạt mức trung bình 40,99% trong cả giai đoạn 1990 - 2005 (xem hình 22). Tỷ lệ M2/GDP của Việt Nam vẫn đang còn thấp hơn mức 43% của các nước đang phát triển có tốc độ tăng trưởng cao trên 7% giai đoạn 1965 – 1987. Nếu so sánh với Trung Quốc, Thái Lan thì độ sâu tài chính của Việt Nam vẫn còn thấp hơn rất nhiều. M2/GDP của Trung Quốc ở mức 60% những năm 1980 đã tăng lên 100% thời kỳ 1990 và đạt đến 200% vào năm 2006. Tuy nhiên, chỉ trong 3 năm 2005 - 2007 M2 đã tăng 92% (trong đó năm 2005 tăng 23,34, 2006 tăng 33,59 và năm 2007 tăng 35%) đã đưa M2/GDP của Việt lam lên 112,1%. Như vậy, tốc độ tăng trong 3 năm đã gấp 3,7 lần tốc độ tăng của GDP cao hơn mức 2,5 của các nước trong khu vực. Việc tăng cung tiền M2 góp phần làm tăng GDP, tuy nhiên việc tăng trưởng quá nhanh của cung tiền là một trong những nguyên nhân làm cho tỷ lệ lạm phát tăng cao trong 2 năm qua.

Tỷ lệ vốn hóa của Việt Nam giai đoạn 2000 – 2007 trung bình đạt 7,8 % thấp hơn nhiều so với các nước trong khu vực Đông Nam Á và Đông Á. Tỷ lệ này chỉ mới tăng đáng kể vào năm 2006 và đầu năm 2007. Khu vực tài chính của Trung Quốc đã tăng nhanh cùng với sự tăng trưởng kinh tế. Ở Việt Nam TTCK chỉ tăng trưởng mạnh vào năm 2006 khi mà lượng cung, cầu và giá đều tăng. Tính đến thời điểm 31/12/2006 tại hai thị trường giao dịch chứng khoán đã có 193 công ty niêm yết, đạt tổng giá trị vốn hóa thị trường 221.156 tỷ đồng tương đương 14 tỷ USD và chiếm gần 22,7% GDP, tỷ lệ này đã tăng lên 43% GDP vào cuối năm 2007. Trái phiếu chính phủ trong giai đoạn 2000 – 2005 chỉ đạt 4,4 tỷ USD

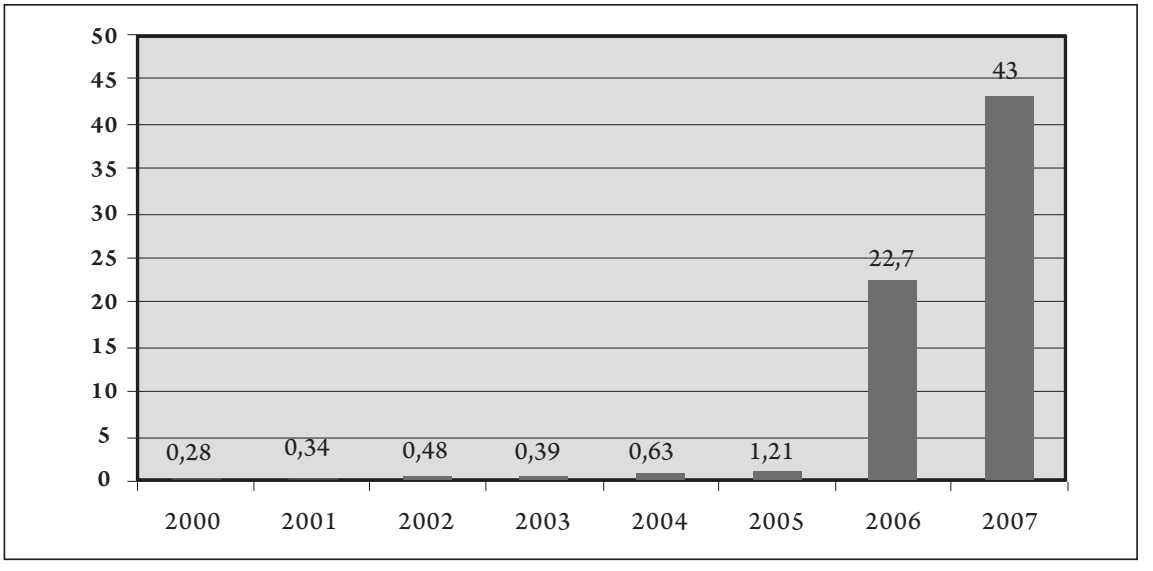
khoảng 10% GDP, trái phiếu doanh nghiệp và địa phương đạt 0,6 tỷ USD tương đương 1% GDP. Từ năm 2006 thị trường trái phiếu có tốc độ tăng trưởng mạnh, với gần 400 loại TPCP, trái phiếu đô thị và trái phiếu ngân hàng niêm yết với gần 70.000 tỷ đồng, bằng 7,7% năm 2006. Tuy nhiên, tỷ lệ này vẫn thấp hơn rất nhiều so với mức bình quân 30% của các nước châu Á.

Hình 22. M2/ GDP ở Việt Nam và một số nước Đông Á giai đoạn 1990 – 2005 (%GDP)



Nguồn: Tác giả tổng hợp từ các nguồn số liệu khác nhau

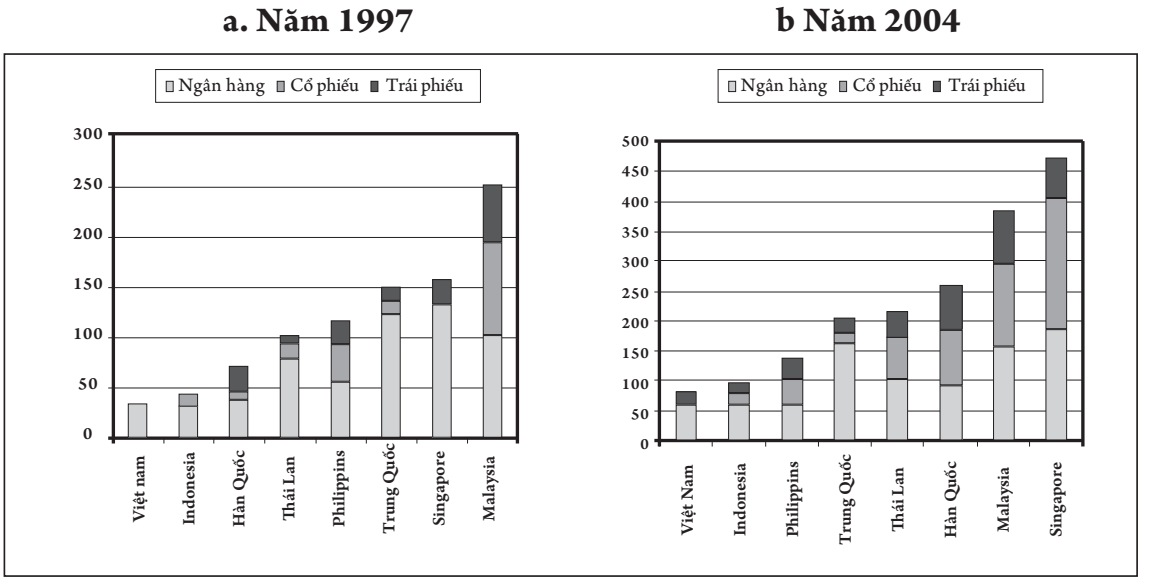
Hình 23. Tỷ lệ vốn hóa của TTCK Việt Nam



Nguồn: UBCK Nhà nước

Hệ thống ngân hàng, mà đặc biệt là ngân hàng thương mại nhà nước vẫn thống lĩnh hệ thống tài chính Việt Nam. Nguồn vốn huy động qua hệ thống ngân hàng (chủ yếu là các ngân hàng thương mại) vẫn là kênh huy động vốn chủ yếu góp phần tăng đầu tư toàn xã hội và tăng trưởng kinh tế. Như vậy, có thể nhận thấy với mức độ vốn hóa thấp của TTCK, các khoản cho vay của ngân hàng vẫn là nguồn tài chính cơ bản trong nước cho đầu tư. Tuy nhiên, tiền cho vay của ngân hàng có tốc độ tăng trưởng cao cũng chỉ đáp ứng được 60% nhu cầu tài chính của các doanh nghiệp, trong đó 80% vốn vay ngân hàng là vốn ngắn hạn, đây chính là trở ngại chính cho việc cấp vốn cho công ty phát triển. Rõ ràng, trong thời gian tới Việt Nam cần tăng cường nguồn vốn khác để giảm phụ thuộc vào vốn vay ngân hàng. Phát triển thu hút vốn thông qua TTCK và trái phiếu là cách thức tốt hơn cho các doanh nghiệp khi có nhu cầu vốn cho đầu tư dài hạn. Muốn đạt được điều này, Chính phủ cần phải tăng cường hơn nữa CPH DNNN và hoàn thiện khung pháp lý, chính sách liên quan đến thực thi Luật Chứng khoán và các văn bản pháp luật liên quan đến sự phát triển của thị trường vốn.

Hình 24. Cơ cấu tài sản tài chính các nước Đông Á



Nguồn: Ismail Dalla, East Asian Finance, The WorldBank 2007.

Trong cuối năm 2007 và đầu năm 2008, cùng với sự gia tăng nhanh tỷ lệ lạm phát, sự suy giảm của TTCK và sự gia tăng nhanh lãi suất trên thị trường nhiều chuyên gia kinh tế cho rằng Việt Nam đang có những dấu hiệu tương tự so với cuộc khủng hoảng tài chính 1997 - 1998 ở Đông Á.

Những biểu hiện cụ thể là:

Thứ nhất, quy mô hệ thống tài chính Việt Nam đang còn tương đối nhỏ so với nền kinh tế khi mà tổng tài sản tài chính chỉ tương đương 1 lần GDP và dư nợ cho vay khoảng 75% GDP. Hơn nữa hệ thống tài chính nội địa vẫn tập trung quá mức vào các ngân hàng. Tín dụng ngân hàng vẫn gấp đôi so với giá thị trường của các cổ phiếu được niêm yết. Sự tăng trưởng quá nóng của giá các loại cổ phiếu trong cuối năm 2006 và đầu năm 2007 đã làm giảm phần nào vị thế của ngân hàng. Tuy nhiên, cuối năm 2007 và đặc biệt đầu năm 2008 giá các loại cổ phiếu đã giảm mạnh. Chỉ số Vnindex đã giảm xuống mức 400 - 450 điểm (tháng 7/2008) đã chứng tỏ những hoài nghi về bong bóng của chứng khoán là có cơ sở. Một loạt dự định IPO của các doanh nghiệp lớn đã phải hoãn.

Thứ hai, đầu tư quá mức và bong bóng tài sản. Như đã phân tích ở trên tỷ lệ đầu tư trong GDP của Việt Nam đã đạt mức 45,6% vào năm 2007. Tỷ lệ đầu tư này đưa Việt Nam vào một trong những nước có tỷ lệ đầu tư cao nhất thế giới. Bên cạnh đó hệ số ICOR của Việt Nam là 5 cao hơn nhiều các nước trong khu vực và trong những giai đoạn tương tự như Việt Nam hiện nay. Hơn nữa, trong cơ cấu đầu tư, tỷ lệ đầu tư của khu vực nhà nước vẫn chiếm tỷ lệ cao với những siêu dự án kéo dài và hiệu quả thấp đã gây ra lãng phí và tổn thất rất lớn cho xã hội. Về bong bóng tài sản có thể nhận thấy Việt Nam vẫn là một nước có thu nhập thấp (GDP/người năm 2007 ước đạt 835 USD so với mức 906 USD là ngưỡng thu nhập trung bình) nhưng giá đất và nhà ở tại nhiều khu của Hà Nội và TP. HCM cao bằng giá đất của Tokyo, Singapore hay Hongkong là điều cần xem xét. Đây chính là dấu hiệu của bong bóng tài sản bất động sản. Trong thời gian qua Chính Phủ đã đưa ra các biện pháp để làm giảm bớt nguy cơ từ bong bóng tài sản như thắt chặt tín dụng cho mua bất động sản hay mới đây Chính phủ giao Bộ Tài chính nghiên cứu sửa đổi Pháp lệnh về thuế nhà đất theo hướng đánh thuế lũy tiến đối với những người sở hữu nhiều bất động sản mà không sử dụng hiệu quả, hoặc mua đi bán lại nhiều lần trong thời gian ngắn để đầu cơ trục lợi nhằm đưa giá nhà đất xuống thấp hơn.

Thứ ba, cán cân thâm hụt thương mại có xu hướng gia tăng, đặc biệt trong năm 2007 cán cân tài khoản vãng lai thâm hụt lớn lên đến 9,85% GDP (so với 0,16 tỷ USD hay 0,27% GDPnăm 2006). Thâm hụt tài khoản vãng lai chủ yếu là do thâm hụt hàng hóa và thâm hụt thu nhập từ đầu tư. Chính nhờ chuyển giao ròng (đặc biệt là chuyển giao tư nhân) đạt thặng dư cao, tương ứng 6,43 tỷ USD hay 9,06% GDP, nên thâm hụt tài khoản vãng lai tuy lớn nhưng không bằng thâm hụt thương mại hàng hóa. Nguyên nhân chính của tình trạng này là do mức nhập siêu của Việt Nam đã lên đến hai con số (12,45 tỷ USD năm 2007) và tỷ lệ nhập nhiêu so với kim ngạch xuất khẩu năm 2007 cũng cao gấp đôi so với năm 2006

(25,6% năm 2007 so với 12,7% năm 2006). Thâm hụt tài khoản vãng lai được tài trợ bằng các nguồn vốn ODA, FDI, FII. Nếu thâm hụt thương mại tiếp tục tăng và giải ngân FDI chững lại sẽ tác động xấu đến ổn định kinh tế vĩ mô của Việt Nam.

Thứ tư, trong thời gian qua cùng với việc nguồn vốn FDI gia tăng, nguồn vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài vào TTCK và nguồn kiều hối Chính phủ Việt Nam đang gặp khó khăn trong điều tiết tỷ giá hối đoái và thực thi chính sách tiền tệ của NHNN.

6. Kết luận

i. Tỷ lệ tiết kiệm và đầu tư của Việt Nam tăng liên tục từ năm 1990 đến nay, đặc biệt tỷ lệ đầu tư đã đạt 45,6% so với GDP ngang bằng với tỷ lệ đầu tư của Trung Quốc. Tỷ lệ này cao hơn tỷ lệ đầu tư của các nước khác trong ASEAN. Với tỷ lệ đầu tư là 45,5% GDP và hệ số ICOR 5 là rất cao so với các nước trong khu vực ở những giai đoạn phát triển tương đương như hiện nay. Đầu tư nhà nước bao gồm từ ngân sách nhà nước và DNNN vẫn chiếm tỷ trọng cao (trên dưới 50%) so với các nguồn vốn khác. Tuy nhiên hiệu quả đầu tư của khu vực này lại thấp hơn so với khu vực khác, thể hiện thông qua hệ ICOR giữa các khu vực này.

ii. Tỷ lệ tiết kiệm của Việt Nam đã tăng nhanh từ 23,5% GDP lên 35,8% GDP năm 2007. Tuy nhiên so với Trung Quốc, Thái lan, Hàn Quốc, Malaysia thì tỷ lệ tiết kiệm so với GDP còn thấp hơn nhiều. Cơ cấu dân số của Việt Nam trẻ tác động không nhỏ đến tỷ lệ tiết kiệm của hộ gia đình. So với Trung Quốc tỷ lệ tiết kiệm của hộ gia đình vẫn thấp hơn nhiều. Trong tiết kiệm cho đầu tư của doanh nghiệp lợi nhuận để lại vẫn chiếm tỷ trọng thấp. Khấu hao vẫn chiếm tỷ lệ cao và là nguồn tiết kiệm quan trọng cho đầu tư.

iii. Tốc độ tăng của đầu tư luôn cao hơn tốc độ tăng của tiết kiệm trong nước nên độ doãng tiết kiệm - đầu tư (S - I) có xu hướng tăng ở mức 9 % GDP. Nguồn thiếu hụt này được bù đắp bằng ODA, FDI và Kiều hối. Mặc dù ODA cam kết và giải ngân cho Việt Nam gia tăng trong giai đoạn 1995 - 2007 nhưng nợ nước ngoài của Việt Nam vẫn ở mức an toàn.

iv. Chênh lệch về tiết kiệm và đầu tư cao tác động đến thâm hụt tài khoản vãng lai ở Việt Nam. Thâm hụt tài khoản vãng lai có xu hướng gia tăng, đặc biệt là năm 2007 ở mức 9% GDP. Thâm hụt thương mại tăng nhanh và tỷ giá dao động bất thường là những dấu hiệu của rủi ro tiềm ẩn. Bên cạnh đó một luồng tiền lớn đang đổ vào thị trường bất động sản và chứng khoán tạo nên một bong bóng tài sản. Chỉ số Vnindex tụt dốc xuống dưới 500 điểm trong

những tháng đầu năm 2008 là một minh chứng cho bong bóng tài sản ở Việt Nam. Theo các chuyên gia của Đại học Harvard Việt Nam chưa gặp phải khủng hoảng tài chính là nhờ Việt Nam chưa tự do hóa tài sản vốn, dư nợ nước ngoài ngắn hạn còn ở mức kiểm soát được và lượng vốn đầu tư nước ngoài cộng vốn luồng kiều hối giúp cân đối lại phần nào cán cân tài khoản vãng lai[16] .

iv. Dòng vốn đầu tư gián tiếp có sự tăng trưởng đột biến trong năm 2006 và đặc biệt là năm 2007 là do sự bùng nổ của thị trường chứng khoán, lãi suất hấp dẫn của trái phiếu chính phủ và kỳ vọng về sự tăng lên của VND. Tuy nhiên, đầu năm 2008 các nhân tố hấp dẫn này không còn nên dòng vốn đầu tư gián tiếp đã giảm mạnh. Mức cam kết cao của các nguồn FDI và ODA cho thấy Việt Nam có thể tăng được mức độ giải ngân nếu các hạn chế hiện tại được giải quyết. Gia nhập WTO có thể là một yếu tố quyết định cho sự tăng trưởng nhanh trong nguồn vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp này; song các nhân tố khác cũng có thể đóng vai trò quan trọng như chương trình cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước, minh bạch hóa hơn trong thủ tục đầu tư, kết quả của Hiệp định thương mại Việt Nam – Hoa Kỳ, chuyển vốn ra khỏi các thị trường tài chính phát triển và các yếu tố nền tảng ổn định ở Việt Nam. Do luồng vốn chuyển vào nhiều, dự trữ ngoại hối cũng tăng nhanh. Từ năm 1996 đến 2002, dự trữ ngoại hối bổ sung hàng năm của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam chỉ ở mức hạn chế. Tuy nhiên, mức dự trữ đã tăng nhanh từ năm 2003 và đặc biệt trong những năm gần đây. Dự trữ ngoại hối đã tăng từ 11,5 tỷ USD vào cuối năm 2006 lên mức khoảng 23 tỷ USD vào cuối năm 2007, tương đương với 32% GDP. Đồng thời, dự trữ ngoại hối tính trên tuần nhập khẩu đã tăng lên mức đáng kể, từ 2 tháng nhập khẩu năm 2000 lên gần 4 tháng năm 2007.

v. Độ sâu tài chính của Việt Nam vẫn thấp hơn rất nhiều so với các nước trong khu vực và trên thế giới. M2/ GDP mặc dù đã tăng nhanh từ năm 1990 đến nay nhưng mới chỉ đạt trên 90% năm 2005 và 112,1 % GDP năm 2007.

Tóm lại, sau giai đoạn tăng trưởng chậm lại 1998 – 2002, nền kinh tế Việt Nam đã chuyển sang giai đoạn tăng trưởng cao mới. Tốc độ tăng GDP đã đạt 8,04% trung bình giai đoạn 2003 - 2007. Việc gia nhập WTO là tiền đề cho tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn tới. Tuy nhiên, từ đầu năm 2008 nền kinh tế có dấu hiệu tăng trưởng nóng và có dấu hiệu khủng hoảng, đặc biệt là khu vực tài chính. Do vậy, chính phủ đã phải chuyển hướng ưu tiên sang ổn định kinh tế vĩ mô và điều chỉnh tăng trưởng xuống còn mục tiêu tăng trưởng xuống 7% năm 2008.

[16] Thời báo kinh tế Việt Nam

Nhiều biện pháp đã được thực hiện nhằm kiểm soát bớt tốc độ tăng trưởng tín dụng, với mục tiêu giảm tỷ lệ này xuống còn 30% tính đến cuối năm 2008. Chính phủ đã đưa ra gói chính sách để ổn định kinh tế vĩ mô bao gồm cắt giảm chi tiêu của Chính Phủ, ngừng các dự án đầu tư công kém hiệu quả, tạm dừng các dự án mới và cho phép áp dụng tỷ giá linh hoạt hơn.

Các gợi ý chính sách :

Việt Nam đã duy trì được tỷ lệ tiết kiệm gia tăng liên tục từ năm 1995 cho đến nay và đạt 35,8% năm 2007. Tuy nhiên, trong 3 năm gần đây tốc độ tăng của tiết kiệm luôn thấp hơn tốc độ tăng của đầu tư nên độ doãng tiết kiệm – đầu tư có xu hướng gia tăng. Hiện tại, độ doãng giữa tiết kiệm và đầu tư vẫn ở mức gần 9% GDP. Tỷ lệ tiết kiệm so với GDP của Việt Nam thấp hơn so với các nước Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc trong những thời kỳ tương tự (khi các nước này có mức GDP bình quân đầu người tương đương với Việt Nam hiện nay), do đó Việt Nam vẫn phải dựa nhiều vào nguồn vốn bên ngoài. Mặt khác, tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong thời gian qua vẫn dựa quá nhiều vào yếu tố vốn, điều này đã đẩy tỷ lệ đầu tư của Việt Nam lên đến 45,6% so với GDP, cao bằng tỷ lệ đầu tư của Trung Quốc, nước đang tăng trưởng quá nóng. Do vậy, vấn đề quan trọng của Việt Nam hiện nay là nâng cao chất lượng đầu tư chứ không phải gia tăng tỷ lệ này và chuyển từ tăng trưởng kinh tế sang chiều sâu. Hơn nữa, Việt Nam cũng cần tạo ra thể chế tốt hơn để nâng cao tỷ lệ tiết kiệm, đặc biệt là tiết kiệm của khu vực doanh nghiệp và hộ gia đình. Yêu cầu vốn cho quá trình công nghiệp hóa sẽ làm cho nhu cầu vốn tăng lên, khả năng nguồn cung vốn phụ thuộc vào tỷ lệ tiết kiệm trong nước và nguồn vốn đầu tư từ bên ngoài. Vấn đề quan trọng đối với Việt Nam là tạo ra khung pháp lý đầy đủ và đồng bộ để đảm bảo thị trường vốn và tiền tệ phát triển lành mạnh, duy trì ổn định kinh tế vĩ mô và phòng ngừa khủng hoảng.

i. Việt Nam và Trung Quốc đang gặp phải cùng một vấn đề là để đạt được mục tiêu tăng trưởng cao, cả hai nước phải tăng tỷ lệ đầu tư trong GDP. Tuy nhiên, trong danh mục đầu tư nhiều khoản lại không tạo nên tài sản như các khoản thất thoát đầu tư do tham nhũng, các khoản tiền đền bù đất đai, đặc biệt là các khoản đầu tư cho cơ sở hạ tầng do nhà nước thực hiện. Nỗ lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế của Việt Nam không phải là tăng đầu tư, vì đã ở mức quá cao mà Việt Nam phải tập trung nâng cao hiệu quả sử dụng vốn đầu tư thông qua việc mạnh dạn điều chỉnh cơ cấu đầu tư. Cải cách thủ tục, chính sách, các quy định pháp lý để khắc phục sớm những ách tắc trong giải ngân vốn đầu tư, trong việc mở mang doanh nghiệp; giảm bớt các gánh nặng chi phí bất hợp lý trong kinh doanh, tạo môi trường làm ăn thông thoáng,

minh bạch cho mọi thành phần kinh tế.

ii. Việt Nam cần phải cải thiện hơn nữa môi trường đầu tư, đặc biệt là khuyến khích phát triển kinh tế tư nhân. Hiện tại đầu tư của khu vực kinh tế tư nhân vẫn đang còn rất hạn chế so với doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài.

iii. Dòng vốn nước ngoài cần được quản lý chặt chẽ cả về số lượng và khu vực đầu tư. Các qui định hành chính cần được đưa ra một cách tạm thời, nếu cần thiết cho đến khi nền kinh tế trở lại mức ổn định. Cần có cơ chế thông thoáng hơn để thu hút nguồn kiều hối. Trong những năm qua nguồn kiều hối không ngừng gia tăng đã làm giảm đáng kể thâm hụt giữa tiết kiệm và đầu tư ở Việt Nam.

iv. Đến năm 2010 - 2013 có nhiều khả năng Việt Nam sẽ bắt đầu một quá trình chuyển từ nguồn vốn ưu đãi của IDA sang nguồn vốn có lãi suất cao hơn của IBRD. Kinh nghiệm phổ biến trên thế giới là khi phát triển các nước có xu hướng giảm sử dụng ODA và chuyển sang dựa vào các thị trường tài chính tư nhân nhiều hơn.

v. Việt Nam cần phải nâng cao hiệu quả của khu vực tài chính bằng những cải cách cơ cấu mạnh mẽ hơn. Để đảm bảo được nguồn vốn cho đầu tư của khu vực công và khu vực tư nhân nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế cao trong giai đoạn 2006 – 2010 khu vực tài chính không chỉ mở rộng mà còn phải sử dụng hiệu quả hơn các nguồn lực tài chính. Chính phủ cần phải tổ chức chương trình nợ theo các tiêu chuẩn quốc tế để quản lý nợ nước ngoài một cách hiệu quả nhất và tạo ra khuôn khổ để quản lý tiền tệ một cách rõ ràng và minh bạch hơn.

vi. Chính phủ Việt Nam cần thúc đẩy, khuyến khích cải tổ sâu rộng hơn nữa hệ thống ngân hàng và tiếp tục thúc đẩy phát triển các thị trường vốn như thị trường chứng khoán, thị trường nợ để hỗ trợ cải tổ hệ thống ngân hàng. Có thể nhận thấy phát triển thị trường chứng khoán để đa dạng hóa các thị trường tài chính là một biện pháp trọng yếu. Bởi vì cấu trúc tài chính có thể ảnh hưởng đến năng lực hoạt động của doanh nghiệp. Các công ty thường có các hành vi khác nhau tùy thuộc vào việc họ huy động vốn thông qua tín dụng ngân hàng hay các thị trường chứng khoán. Ngày càng có nhiều bằng chứng chứng tỏ rằng các doanh nghiệp sáng tạo hơn ưa thích tự gây vốn trên thị trường chứng khoán.

vii. Cần chú trọng kiểm soát rủi ro của thị trường tài chính. Như chúng ta đã biết các thị trường tài chính thường huy động nguồn lực và phân phối rủi ro. Thị trường tài chính Việt Nam vẫn còn tiềm ẩn những điểm yếu, khiến

chúng dễ bị tổn thương trước sự tháo chạy đột ngột của các dòng vốn, xảy ra do sự thay đổi tâm lý hoặc những biến động về tình hình tài chính quốc tế. Tuy nhiên việc phòng vệ rủi ro thái quá có thể làm chậm sự hội nhập khu vực tài chính của Việt Nam.

viii. Chính phủ cũng cần thắt chặt chính sách tài khóa bằng cách thắt chặt và cắt giảm các dự án công không hiệu quả và chuyển dần từ đầu tư nhà nước sang đầu tư tư nhân. Việc chuyển từ đầu tư nhà nước sang đầu tư tư nhân không chỉ làm gia tăng hiệu quả vốn đầu tư mà còn làm giảm nợ của chính phủ. Chính phủ cần thắt chặt hoạt động vay vốn của khu vực công, đặc biệt thắt chặt cho các doanh nghiệp nhà nước và các khoản vay để thực hiện các dự án công không mang tính cấp thiết.

ix. Cơ cấu dân số ảnh hưởng rất lớn đến tiết kiệm của một quốc gia, do đó chính phủ cũng cần xem xét lại chính sách dân số. Muốn gia tăng được tiết kiệm cần phải giảm tốc độ tăng dân số, tuy nhiên trong 3 năm gần đây tốc độ tăng dân số lại có xu hướng tăng.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tiếng Việt

1. Cục đầu tư nước ngoài, Hiệp hội doanh nghiệp đầu tư nước ngoài và Tạp chí doanh nghiệp đầu tư nước ngoài, 20 năm đầu tư nước ngoài ở Việt Nam, Nhà xuất bản tri thức.
2. Đặng Xuân Thanh, Tiết kiệm hộ gia đình ở Việt Nam, Viện kinh tế Việt Nam.
3. David Dapice, Các xu hướng phát triển ở Đông Á, Chương trình giảng dạy Kinh tế Fullbright.
4. GS.TS. Nguyễn Văn Thường, GS.TS. Nguyễn Kế Tuấn, Kinh tế Việt Nam năm 2006 - Chất lượng tăng trưởng và hội nhập kinh tế quốc tế. Nhà xuất bản đại học Kinh tế Quốc dân, 2007.
5. Harvard University, John F. Kennedy School of Government, Một khuôn khổ chính sách phát triển kinh tế - xã hội cho Việt Nam giai đoạn 2011 - 2020.
6. Indermit Gill, Homi Kharas (2007), Đông Á Phục Hưng, Nhà xuất bản Văn hóa Thông tin.
7. Kenichi Ohno, Phát triển kinh tế của Nhật Bản, Con đường đi lên từ một nước đang phát triển, Diễn đàn Phát triển Việt Nam 2007.
8. Lê Xuân Bá, Nguyễn Thị Tuệ Anh (2006), Tăng trưởng kinh tế Việt Nam, NXB Khoa học Kỹ thuật.
9. Modigliani F. Vòng đời, tiết kiệm cá nhân và của cải của các quốc gia. Các thuyết trình tại lễ trao giải thưởng Nobel về khoa học kinh tế 1981-1990. NXB Chính trị Quốc gia, H.: 2000.
10. Ngân hàng Thế giới, Các hệ thống tài chính và sự phát triển, NXB Giao thông Vận tải, 1998.
11. Ngân hàng Thế giới, Tài chính cho tăng trưởng, lựa chọn chính sách trong một thế giới đầy biến động, Nhà xuất bản Văn hóa thông tin, 2001.
12. Phạm Đỗ Chí và Trần Nam Bình, Kinh tế Việt Nam bước vào thế kỷ XXI

Tiếng Anh

13. Cass, David, "Optimal growth in an Aggregate Model of Capital Accumulation", Review of Economics studies Magazine, 32, 1965.

14. Domar, E "Capital Expansion, Rate of Growth, and Employment", Econometrical, 14 (1946).

15. Koopmans, TC, "On the Concept of Optimal Economics Growth", In the Econometric Approach to Development Planning", Amsterdam: North – Holland, 1965.

16. Louis Kuijs, How will China' s saving - investment balance evolve? WB China Research Paper, May 2006.

17. Mario Gutierres, Andrés Solimano, Savings, Investment and growth in the global age: Analytical and Policy Issues. Working Paper N. 43, The American University of Paris.

18. N. Kaldor. The Expenditure Tax. Allen&Unwin, London, 1955.

19. P. Mansson, J. Bayoumi and H. Samiei (1998), International Evidenceon the Determinants of Private Saving, The World Bank Economic Review, September.

20. Romer, Paul M. "Endogenous Technological Change" Journal of Political Economy" (October 1990).

21. Solow, Robert (1956) " A contribution to the Theory of Economic Growth" Quarterly Journal of Economics 70 (February).

22. Swati R. Ghosh, East Asian Finance - the road to robust market, The World Bank 2006.

23. World Bank, Global Development Finance - the development potential of surging capital flow, 2006.

24. World Bank, Taking Stock, An Update on Vietnam's Recent Economic Developments. Report for the Consultative Group Meeting for Vietnam.

CHƯƠNG II
QUẢN LÝ CÁC LUỒNG VỐN: NGHIÊN CỨU TẠI VIỆT NAM

Võ Trí Thành và
Phạm Chí Quang

Tóm tắt

Nhờ những cải cách và hội nhập quốc tế, Việt Nam đã và đang đạt được những thành quả phát triển kinh tế ấn tượng.Việc hội nhập sâu rộng và gia nhập WTO đã mang tới cả những cơ hội và thách thức mới cho một đất nước đang trên đà hội nhập và phát triển ngày càng nhanh. Sự dấy lên hiện nay của các dòng vốn đã dẫn tới một cơn bùng nổ tài chính đi kèm với những rủi ro tại Việt Nam, đặc biệt là trong bối cảnh những mâu thuẫn, yếu kém về chính sách kinh tế vĩ mô trong lĩnh vực ngân hàng và kiểm toán tài chính. Những ảnh hưởng của Chính sách kinh tế vĩ mô cho tới nay (tới tháng 02/2008) dường như tỏ ra thiếu hiệu quả trong việc ổn định nền kinh tế và giảm mâu thuẫn về chính sách cũng như rủi ro về tài chính. Vấn đề quan trọng đối với Việt Nam hiện nay chính là làm sao giữ được tốc độ tăng trưởng kinh tế và phát triển bền vững trong khi vẫn giảm thiểu được rủi ro tài chính. Bài viết này giới thiệu một gói cải cách bao gồm việc giải quyết những trở ngại của nền kinh tế (sự yếu kém của các thể chế kinh tế, cơ sở hạ tầng và nguồn nhân lực), hiện đại hoá Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNNVN), và tăng cường quản trị rủi ro trong lĩnh vực ngân hàng và hệ thống thanh tra chính sách tài chính. Trọng tâm của bài nghiên cứu này còn tập trung vào sự phát triển của thị trường vốn dựa trên những nguyên tắc cơ bản và việc cải tổ của các doanh nghiệp nhà nước lớn. Thêm vào đó, bài viết này còn tranh luận về việc liệu có cần một cam kết của doanh nghiệp trong việc chống lạm phát cao và kết hợp chính sách tiền tệ thắt chặt với một tỉ giá hối đoái linh hoạt và các chính sách tài chính thắt chặt. Phạm vi và qui mô của chính sách vĩ mô nên hướng vào mục tiêu thử mức độ phản ứng của thị trường để kịp thời có những điều chỉnh hơn là gây nên những cú sốc lớn do thay đổi chính sách. Việc theo dõi những mâu thuẫn rõ ràng trong chính sách, điều tra và kiểm soát thận trọng nên được tăng cường nhằm chống lại các hoạt động đầu cơ tài chính.

---

[*] Bài viết này được đăng lại được sự đồng ý của viện ADB ngày 22/10/2008

I. Giới thiệu

Việt Nam chính thức thực hiện công cuộc Đổi mới từ năm 1986, nhưng chỉ bắt đầu một loạt cải cách triệt để và toàn diện với mục tiêu ổn định và mở cửa nền kinh tế vào năm 1989. Giai đoạn 1996-1999, những cải cách theo định hướng thị trường đã phần nào bị trì hoãn. Từ năm 2000, một làn sóng cải cách kinh tế mới được phát động tập trung vào cải cách cơ cấu (doanh nghiệp nhà nước và cải cách tài chính cùng với sự phát triển của khu vực kinh tế tư nhân) và việc mở rộng kinh doanh hay tự do hoá đầu tư. Giai đoạn 2000-2007 đã chứng kiến sự bùng nổ của khu vực kinh tế tư nhân và sự hội nhập sâu hơn vào kinh tế quốc tế. Năm 2000, Việt Nam và Hoa Kỳ ký kết Hiệp định Thương mại song phương (VN-US BTA), bắt đầu có hiệu lực từ tháng 12/2001. Từ đó tới nay, Việt Nam đã gia nhập các tổ chức của khu vực như ASEAN + 1 Free Trade Areas (FTAs). Quan trọng nhất, Việt Nam đã trở thành thành viên thứ 15 của WTO vào tháng 12/2006.

Từ năm 2005, những cải cách trong hệ thống DNNN và Ngân hàng đã chuyển hướng sang các doanh nghiệp lớn, bao gồm các NHTMNN, mặc dù tốc độ của những cải cách này chậm hơn mong đợi (xem thêm Bảng 1). Đầu tiên là Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank) với qui mô thị phần lớn thứ hai, sau nhiều lần trì hoãn, đã được Thủ tướng Chính phủ Việt Nam cho phép tiếp tục việc phát hành lần đầu ra công chúng (IPO) trên thị trường nội địa vào tháng 12/2007.

Trong khi đó, theo quan sát, đáng chú ý trong giai đoạn 2006-2007 là sự mở rộng hệ thống ngân hàng và sự bùng nổ của thị trường chứng khoán đi đôi với các luồng vốn lớn cùng với giá tiêu dùng cao hơn và giá trị tài sản bị thổi phồng.

Những cải cách theo hướng thị trường dẫn tới những thay đổi rất tích cực tại Việt Nam. Việc tự do hoá thương mại và cán cân thanh toán (BOP) là yếu tố cần thiết cho quá trình cải cách đã góp phần tích cực vào việc tăng trưởng và phát kinh tế của Việt Nam. Tuy nhiên, các cuộc khủng hoảng tài chính và tiền tệ những năm 1980 và đặc biệt là cuộc khủng hoảng kinh tế Châu Á những năm 1990 đã chỉ ra rằng quá trình tự do hoá cán cân thanh toán cũng có thể kèm theo rủi ro nếu tiến hành không hợp lý[1].

[1] Đã và đang có nghiên cứu chuyên sâu về tính tất yếu của cán cân thanh toán và các cuộc khủng hoảng tài chính. Mặc dù khác nhau về các điều kiện thế mạnh, cán cân vốn (CA) và các khoản tài trợ, và cấp độ mở tài khoản vốn (KA) và các thành phần, các cuộc khủng hoảng này có chung một số nguyên nhân như đầu tư không hiệu quả, sự yếu kém trong quản lý doanh nghiệp và khu vực tài chính, và những mâu thuẫn trong chính sách kinh tế vĩ mô

Bảng 1. Bảng nghiên cứu theo từng thời kỳ cải cách kinh tế của Việt Nam và Quá trình hội nhập kinh tế quốc tế (1976-2007)

1976–80	1980–88	1989– 1996	1997–99	2000–07
Nền kinh tế kế hoạch hóa tập trung và chủ yếu là tự cung tự cấp	1980 - 1981 và 1987 - 1988: Những cải cách vĩ mô. 1985: "cải cách lương - tiền" và những thất bại. 1986: Công cuộc đổi mới bắt đầu	Các cải cách theo định hướng thị trường. Tự do hóa thương mại và hội nhập sâu rộng hơn (EU:1992; ASEAN: 1995; APEC: 1998)	Sự trì trệ của quá trình cải cách và những ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng kinh tế Châu Á	Những cam kết mạnh hơn nhằm cải cách sâu rộng hơn nhưng thực hiện chưa triệt để. Tăng tốc độ hội nhập kinh tế 2006 - 2007: Đại hội Đảng X và chính phủ mới. Làn sóng cải cách mới ?

Nguồn: Đánh giá của chính tác giả.

Kinh nghiệm của nhiều nước và vị thế hiện tại của Việt Nam tạo ra sự chú ý về việc *làm sao để Việt Nam có thể giữ vững tốc độ tăng trưởng và phát triển tài chính ấn tượng cùng với đó là hạn chế rủi ro tài chính*. Bài nghiên cứu này nhằm tìm kiếm câu trả lời cho câu hỏi đó, quan tâm tới giai đoạn trước và sau cuộc khủng hoảng kinh tế châu Á (1995-2007), nhưng đặt trọng tâm vào những phát triển về tài chính và chính sách hiện nay.

Bài nghiên cứu này được cấu trúc như sau: Chương II mô tả ngắn gọn những thay đổi về nguyên tắc kinh tế cơ bản và sự phát triển của khu vực tài chính; Chương III phân tích chi tiết hơn các luồng vốn và ảnh hưởng của chúng tới các hoạt động kinh tế thực cũng như tới sự ổn định của kinh tế vĩ mô; Chương IV xem xét lại những ảnh hưởng tới sự gia tăng nhanh của các dòng vốn, với mục đích đánh giá những điểm mạnh và điểm yếu của các chính sách đó tại Việt Nam; Chương V tóm tắt những phát hiện chính và đề nghị một số chính sách để giữ vững tốc độ tăng trưởng kinh tế cao và sự phát triển tài chính ấn tượng của đất nước song song với giảm thiểu rủi ro tài chính và lạm phát.

2. Các nguyên tắc kinh tế cơ bản và sự phát triển của khu vực tài chính

2.1 Sự biến động của các biến số kinh tế vĩ mô chính

Việt Nam đã đạt được tốc độ tăng trưởng kinh tế tương đối cao trong gần 20 năm qua, trung bình 7,4% hàng năm trong giai đoạn 1990-2007 (Bảng 2). Việt Nam hiện là nước tăng trưởng kinh tế nhanh thứ ba tại khu vực Đông Nam Á sau Cộng hoà nhân dân Trung Hoa (PRC) và Campuchia, và hứa hẹn tiềm năng tăng trưởng to lớn trong những năm sắp tới. Đất nước được chờ đợi sẽ vượt qua tình trạng nghèo đói trong phần lớn thời gian (tính đến năm 2008?) nhờ những kế hoạch đầy tham vọng của Chính phủ Việt Nam. Việt Nam đã có sẵn các yếu tố cơ bản sau cho phép đất nước thực hiện thành công kế hoạch đó: (i) tỉ lệ nghèo giảm đáng kể, từ 70% cuối những năm 1980 xuống còn 14,7% năm 2007; và (ii) tầng lớp trung lưu trung lưu nổi lên tại các thành phố lớn, đặc biệt là ở Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội, cùng với việc tiếp tục tích luỹ tài sản. Trong những năm gần đây, đất nước đang tiến hành đô thị hoá nhanh chóng khi dân số thành thị đạt mức tăng trưởng gộp (CAGR) từ năm 2000 đến 2006 là 3,6%.

Bảng 2 cho thấy Việt Nam đã thành công trong việc chống lạm phát. Tuy nhiên từ năm 2004, lạm phát nổi lên như một vấn đề đáng quan tâm hàng đầu. Sau sự thay đổi lớn trong giai đoạn 2004-2005, lạm phát bắt đầu giảm dần và cuối cùng đã đạt mức cao nhất là 12,6% vào năm 2007.

Cơ cấu kinh tế đã có những thay đổi theo hướng công nghiệp hoá. Đóng góp của sản xuất cho GDP tăng từ 12,3% năm 1990 lên 21,4% năm 2007. Đóng góp của ngành dịch vụ và khu vực tài chính vào GDP không thay đổi một cách tương xứng; tuy nhiên, đóng góp ấn tượng của khu vực tài chính vào GDP năm 2006 và 2007, tương ứng tỉ lệ 1,9% và 2,0%, phản ánh sự tăng độ ổn định 1,8% giai đoạn 2000-2005 (Bảng 2).

Tốc độ tăng trưởng kinh tế tương đối cao phù hợp với sự tăng nhanh về đầu tư cũng như tiết kiệm nhà nước và tư nhân (Bảng 2). Sự tăng trưởng này vẫn chủ yếu được định hướng bởi đầu tư trong nước (vẫn còn thiếu hiệu quả), mặc dù tỉ lệ trên tổng đầu tư có xu hướng giảm từ năm 2000 (Bảng 3).[2] Tuy nhiên, từ năm 2000, chênh lệch giữa tiết kiệm-đầu tư ngày càng lớn do tỉ lệ đầu tư tăng lên trong khi tỉ lệ tiết kiệm có xu hướng chậm lại. Một phép hồi qui đơn giản đã chỉ ra rằng, có thể có một khoảng thời gian bước đầu trong đó sự gia tăng thu nhập sẽ làm giảm tỉ lệ tiết kiệm tư nhân. Tăng 1% trong phát triển kinh tế có thể làm giảm

[2] Đầu tư trong nước bao gồm đầu tư từ ngân sách, tín dụng trong nước, và đầu tư từ lợi nhuận giữ lại của các DNNN. Cũng lưu ý rằng khoảng 28% và 38% GDP tương ứng là từ các DNNN và các khu vực nhà nước.

Bảng 2. Quy mô kinh tế, tăng trưởng GDP lạm phát, đầu tư và tiết kiệm trong nước

	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
	41,9	22,8	272	313	361	399	441	481	535	613	715	837	973	400	1,14
GDP (VND)	55	892	036	623	017	942	646	295	762	443	307	858	791		0
GDP(US$)	6	21	25	27	27	29	31	33	35	40	45	53	61		71
GDP theo đầu người US$	98	288	337	361	361	374	402	415	440	498	554	635	715	835	
Tăng GDP (%)	5,1	9,4	9,3	8,2	5,8	4,8	6,8	6,9	7,1	7,3	7,7	8,4	8,2	8,5	
Tỷ lệ GDP giá hiện hành	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	
Nông nghiệp	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Công nghiệp cố định	38,7	27,2	27,8	25,8	25,4	24,5	23,2	23,0	22,5	21,8	21,0	20,4	20,0		
Sản xuất	22,7	28,8	29,7	32,1	32,5	34,5	36,7	38,1	38,5	39,5	40,2	41,0	41,5	41,8	
Dịch vụ	12,3	15,0	15,2	16,5	17,1	17,7	18,6	19,8	20,6	20,5	20,3	20,7	21,3	21,4	
Tổ chức tài chính	38,6	44,1	42,5	42,2	41,7	40,1	38,7	38,6	38,5	38,0	38,0	38,0	38,1	38,2	
Lạm phát (%)	1,2	2,0	1,9	1,7	1,7	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	2,0
Tổng đầu tư	67,5	12,7	4,6	3,6	9,2	0,1	-0,6	0,8	4,0	3,0	9,4	8,4	6,7	12,6	
Tiết kiệm trong nước	14,4	27,1	28,2	28,3	29,1	27,6	29,6	31,2	33,2	35,4	35,6	38,9	41,0	41,2	
Tiết kiệm ngấn sách	2,9	18,2	7,2	20,1	21,5	14,6	27,1	28,8	28,7	27,4	28,5	30,3	31,3	31,2	
Tiết kiệm khác	3,4	1,5	3,2	2,2	2,5	3,1	3,3	3,4	4,3	5,0	6,0	5,3	5,6	3,9	
	-0,5	16,7	14,0	17,9	19,0	21,5	23,8	25,4	22,4	22,5	25,5	25,0	27,7	27,3	

Lưu ý: Tất cả các dữ liệu của năm 2007 trong chủ đề này được ước lượng

Nguồn: GSO (nhiều phát hành) và dữ liệu được cung cấp bởi Bộ trưởng Bộ kế hoạch và đầu tư (MPI), và tính toán của tác giả

khoảng 0,8% đến 2,1% tiết kiệm ngân sách trong ngắn hạn và dài hạn.[3] Trong khi đó, tiết kiệm nước ngoài đóng vai trò quan trọng và luôn đóng góp 14,2%-21,2% vào tổng đầu tư tại Việt Nam.

Hiện nay, tổng hàng hoá và dịch vụ bán lẻ đã tăng hơn 22% hàng năm, nhanh hơn nhiều so với tăng GDP danh nghĩa. Nhận định này củng cố cho kết luận tỉ lệ tiết kiệm đang bị ứ đọng. Thêm vào đó, chênh lệch thu nhập giữa thành thị và nông thôn, giữa người giàu và người nghèo cũng tăng khá nhanh.

Bảng 3. Cơ cấu đầu tư theo hình thức sở hữu (1995-2007)

	Tổng	Đầu tư trong nước	Ngân sách	Tín dụng trongnước	DNNN	Đầu tư nước ngoài	FDI
1995	100,0	42,0	28,5	8,4	5,1	27,6	30,4
1996	100,0	49,1	32,4	9,5	7,2	24,9	26,0
1997	100,0	49,4	29,4	11,7	8,3	22,6	28,0
1998	100,0	55,5	30,0	15,7	9,8	23,7	20,5
1999	100,0	58,7	29,7	18,8	10,2	24,0	17,3
2000	100,0	59,1	31,1	18,4	9,6	22,9	18,0
2001	100,0	59,8	32,4	16,9	10,6	22,6	17,6
2002	100,0	56,3	30,9	17,6	7,8	26,2	17,5
2003	100,0	52,9	23,8	16,3	12,8	31,1	16,0
2004	100,0	48,1	23,9	12,2	12,0	37,7	14,2
2005	100,0	47,1	25,6	10,5	11,0	38,0	14,9
2006	100,0	46,4	25,1	10,3	11,0	37,7	15,9
2007	100,0	47,2	22,2	7,9	17,1	31,6	21,2

Nguồn: Dữ liệu được cung cấp bởi MPI.

[3] Phép hồi qui là stp = 12,292 – 0,054*gt2 + 0,629*spt-2 lấy mẫu giai đoạn 1990-2005
(0,00) (0,04) (0,00)

(R-bar)2 = 0.916; D-W = 1.597; Kiểm tra Cân bằng tổng cộng dồn ổn định ở mức 5%
Tại stp khác tỉ lệ tiết kiệm ngân sách và gt là tốc độ tăng trưởng kinh tế (xem Võ ấn bản 2007).

2.2 Sự phát triển của hệ thống Ngân hàng

Những cải tổ chính sách quan trọng

Cho đến năm 1988, Việt Nam hoạt động dưới một hệ thống ngân hàng một cấp là Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNNVN), ngân hàng trung ương của đất nước, đảm nhiệm cả chức năng ngân hàng trung ương và ngân hàng thương mại. Năm 1988, ngành ngân hàng trở thành hệ thống hai cấp, với bốn NHTMNN được thành lập để nắm giữ các hoạt động ngân hàng thương mại của NHNNVN trong khi NHNNVN giữ lại các trách nhiệm của ngân hàng trung ương. Với đặc điểm của nền kinh tế Việt Nam là có sự chỉ đạo của Nhà nước, cho tới khi có những chuyển đổi kinh tế hiện nay, các NHTMNN vốn chỉ luôn tập trung vào việc cho các DNNN vay.

Các rào cản gia nhập thị trường đã được cắt giảm từ năm 1991, mở cửa thị trường cho các ngân hàng nước ngoài (vốn bị ràng buộc bởi những chính sách hạn chế khắt khe) vào cạnh tranh với các ngân hàng thương mại cổ phần (NHTMCP). Nhưng sự cạnh tranh quá mức giữa các NHTMCP thậm chí còn kéo theo một loạt cuộc tái cơ cấu và sáp nhập, đặc biệt trong giai đoạn 1999-2001, và kết quả là, số NHTMCP giảm từ 51 xuống 34 tính đến trước năm 2006. Từ năm 2005, một số NHTMCP như Ngân hàng Thương mại Cổ phần Á Châu (ACB) và Sacombank đã niêm yết trên thị trường chứng khoán. Từ năm 2001, một số NHTMCP đã và đang trong giai đoạn tái cơ cấu và một số hiện đang tiến hành cổ phần hoá, niêm yết trên thị trường chứng khoán.

Khu vực ngân hàng đã tự do hoá mạnh hơn theo đúng Hiệp định thương mại song phương Việt-Mỹ và các cam kết khung WTO (Khung 1). Các nhà lãnh đạo có thẩm quyền của Việt Nam đã đưa ra các cam kết phù hợp với các điều luật và qui định nhằm đảm bảo việc thực hiện theo đúng Điều VI của GATS và Phần 2(a) trong Phụ lục về Các dịch vụ tài chính. Ngoài ra, điều khoản về các sản phẩm và dịch vụ cũng phải phù hợp với các định chế và luật lệ tương ứng.

Hệ thống ngân hàng và các đặc điểm chính

Hiện nay có trên 75 ngân hàng đang hoạt động tại Việt Nam, trong đó có 5 NHTMNN, 1 ngân hàng chính sách xã hội Việt Nam (NHCSXHVN), 34 NHTMCP, 31 chi nhánh hoàn toàn thuộc sở hữu của các ngân hàng nước ngoài và 5 ngân hàng liên doanh, và hơn 900 quĩ tín dụng nhân dân (QTDND) (Bảng 4). Ngoài ra còn có thêm 47 văn phòng đại diện của các ngân hàng nước ngoài hoạt động tại Việt Nam.

Khung 1. Các cam kết WTO của Việt Nam

Theo các cam kết của Việt Nam với WTO, các tổ chức tín dụng nước ngoài được cấp giấy phép thành lập đại diện thương mại tại Việt Nam dưới nhiều hình thức bao gồm các văn phòng đại diện, chi nhánh của các NHTM nước ngoài, các NHTMCP với phần vốn góp nước ngoài không quá 50% vốn điều lệ, và các ngân hàng 100% vốn nước ngoài. Thị trường ngân hàng được chỉ đạo mở cửa tối đa cho sự cạnh tranh từ nước ngoài.

Trong vòng 5 năm kể từ ngày gia nhập WTO, Việt Nam có thể hạn chế quyền lợi của các chi nhánh ngân hàng nước ngoài bằng cách nhận tiền gửi bằng VND từ công dân Việt Nam mà ngân hàng không có quan hệ tín dụng với một tỉ lệ trên vốn được cấp của chi nhánh theo biểu thời gian dưới đây:

- 01/01/2007: 650% vốn được cấp;

- 01/01//2008: 800% vốn được cấp;

- 01/01/2009: 900% vốn được cấp;

- 01/01/2010: 1.000% vốn được cấp;

- 01/01/2011: Thực hiện đầy đủ Nguyên tắc đối xử quốc gia.

Việt Nam có thể hạn chế vốn góp của các tổ chức tín dụng nước ngoài trong các ngân hàng quốc doanh của Việt Nam đã được cổ phần hoá bằng mức vốn góp của ngân hàng Việt Nam. Đối với phần vốn góp dưới dạng mua cổ phần, tổng vốn được nắm giữ bởi các tổ chức và cá nhân nước ngoài tại các ngân hàng thương mại cổ phần Việt Nam không được quá 30% vốn pháp định của ngân hàng, trừ trường hợp được luật Việt Nam cho phép hay được phép của một cấp lãnh đạo có thẩm quyền của Việt Nam. Một chi nhánh của một ngân hàng thương mại nước ngoài không được phép mở các điểm giao dịch khác ngoài văn phòng của mình. Các tổ chức tín dụng nước ngoài được phép phát hành thẻ tín dụng trên cơ sở của Nguyên tắc đối xử quốc gia, khi tham gia vào thị trường Việt Nam.

Bảng 4. Ngân hàng và các tổ chức tín dụng phi ngân hàng tại Việt Nam (2006)

	Loại hình tổ chức tín dụng tại Việt Nam	Số lượng
1	Ngân hàng thương mại nhà nước (NHTMNN)	5
2	Ngân hàng chính sách xã hội VN (NHCSXHVN)	1
3	Ngân hàng thương mại cổ phần (NHTMCP)	34
4	Ngân hàng liên doanh (NHLD)	5
5	Chi nhánh ngân hàng nước ngoài	31
6	Công ty tài chính	6 (5 trực thuộc các tổng công ty nhà nước)
7	Công ty thuê tài chính	11 (6 là chi nhánh của các NHTMNN)
8	Quỹ tín dụng nhân dân (QTDND)	Quỹ tín dụng trung ương (24 chi nhánh)+ 929 quỹ tín dụng

Nguồn: NHNNVN (2007). Các NHTMNN là: AgriBank, Vietcombank, BIDV, ICB, và MHB.

Hệ thống ngân hàng của Việt Nam được coi là vừa phân tán vừa tập trung. Cơ cấu tín dụng của khu vực này chỉ thay đổi chút ít bất chấp sự thay đổi đáng kể trong cấu trúc kinh tế. Thật vậy, tỉ lệ trong tổng dư nợ của khu vực nông-lâm-ngư nghiệp và công nghiệp năm 2005 tương ứng là 26,5% và 37,5%; năm 2005, con số tương ứng là 29,7% và 39,8% (NHNNVN 2006). Thị trường ngân hàng nhiều phân tán bắt nguồn từ việc các ngân hàng thương mại liên minh [4], trong một phạm vi nhất định, đã kiềm chế sự phân tán rủi ro trong hệ thống ngân hàng và thu hẹp sự lựa chọn của các doanh nghiệp khi muốn vay nợ.

Năm 2006, 15 ngân hàng hàng đầu của Việt Nam đã cùng nhau chiếm lĩnh 92,4% thị phần tính theo tài sản (trừ các chi nhánh ngân hàng nước ngoài). Cũng trong năm 2006, các NHTMNN được ước tính vẫn chiếm gần 70% tiền gửi và 65% tổng tín dụng. Tuy nhiên, kể từ năm 2006, vai trò của các NHTMCP đã thay đổi đáng kể và năm 2007, theo tính toán thị phần trong tổng tiền gửi và tổng tín dụng (Bảng 5) của các ngân hàng này đã tăng lên rất nhiều. Với các điều kiện về đặc điểm hoạt động, các NHTMNN sở hữu những mạng lưới phân phối lớn nhất (AgriBank: 1468; VietcomBank: 207; BIDV: 500; ICB: 832). Các NHTMCP cũng đã phát triển nhanh chóng mạng lưới của mình từ năm 2005

[4] Chẳng hạn, AgriBank được chuyển nhượng là ngân hàng đầu tiên cung cấp tín dụng cho khu vực nông nghiệp và nông thôn

Bảng 5. Thị phần các tổ chức tín dụng tại Việt Nam (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Thị phần tiền gửi								
Ngân hàng thương mại NN	77,0	80,1	79,3	78,1	75,2	74,7	68,8	59,3
Ngân hàng thương mại cổ phần	11,3	9,1	10,1	11,2	13,3	15,7	21,8	30,4
Các chi nhánh NH nước ngoài	10,3	10,0	9,4	9,3	9,7	8,0	8,1	8,8
QTDND	1,0	0,8	1,1	1,1	1,0	1,0	1,1	1,0
Khác	0,4	0,0	0,1	0,3	0,8	0,6	0,3	0,5
Thị phần cho vay tín dụng								
Ngân hàng thương mại NN	76,7	79,0	79,9	78,6	76,9	73,0	64,5	55,1
Ngân hàng thương mại cổ phần	9,2	9,3	9,5	10,8	11,6	15,0	21,2	28,6
Các chi nhánh NH nước ngoài	12,4	10,4	8,8	8,9	9,5	9,6	9,3	9,0
QTDND	1,4	1,2	1,7	1,5	1,4	1,5	1,4	1,3
Khác	0,3	0,1	0,1	0,2	0,6	0,9	3,6	6,0

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và tính toán của tác giả

(ACB: 111; SacomBank: 161; Eximbank: 59; Techcombank: 120); tuy nhiên, xét về điều kiện qui mô, các chi nhánh của các ngân hàng này có vai trò chỉ như các chi nhánh con của các NHTMNN.

Độ sâu tài chính thay đổi một cách căn bản (Bảng 6). Cho tới năm 2004, Việt Nam vẫn còn được coi là một nền kinh tế với độ sâu tài chính còn khá nông. Tín dụng tăng trưởng nhanh với tỉ lệ tăng trưởng trung bình hàng năm 33,4% là do nhu cầu tín dụng cao từ cả các doanh nghiệp và thị trường bán lẻ, kể từ năm 2004, độ sâu tài chính đã được tăng cường. Kết quả là, năm 2007, có một sự tăng trưởng mạnh trong việc tăng độ sâu tài chính với các chỉ tiêu như tỉ lệ tín dụng/GDP (đạt 82,5%), và tổng phương tiện thanh toán/GDP (112,1%, tăng từ 23,8% năm 1996). Dư nợ tín dụng của hệ thống ngân hàng cho các DNNN vay đã giảm mạnh từ 52,7% tổng dư nợ tín dụng chưa đáo hạn trong năm 1996 xuống còn 31,5% năm 2007. Sự thay đổi này trong tín dụng doanh nghiệp của ngành ngân hàng Việt Nam phản ánh những thay đổi cơ bản trong đánh giá khách hàng dựa vào các hoạt động thị trường thông thường.

Bảng 6. Tổng tín dụng và tiền gửi

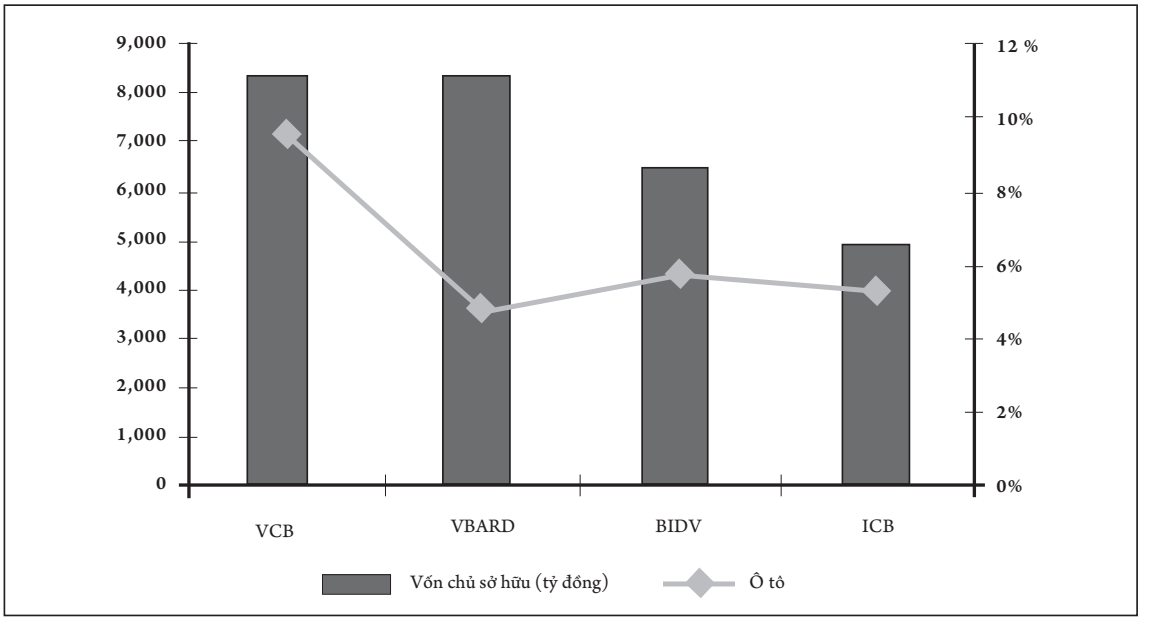
(nghìn tỉ VND trừ các khoản cần thiết khác)

	1996	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Tổng phương tiện thanh toán (M2)	64,7	160,4	222,9	279,8	329,0	411,2	532,3	690,7	922,7	1.282,6
% thay đổi	22,7	56,6	39,0	25,5	17,6	24,9	29,5	29,7	33,6	39,0
% GDP	23,8	40,1	50,5	58,1	61,4	67,0	74,4	84,4	94,8	112,1
Tín dụng kinh tế	50,9	112,7	155,7	189,1	231,1	269,7	420,0	553,1	693,8	943,6
Tỷ lệ DNNN (%)	52,7	48,2	44,9	42,1	38,7	35,5	34,0	32,8	68,6	31,5
Tỷ lệ DN khác(%)	47,3	51,8	55,1	57,9	61,3	64,5	66,0	67,2		68,5
% thay đổi	20,1	55,0	38,2	21,5	22,2	28,4	41,6	31,7	25,4	36,0
% GDP	18,7	28,2	35,3	39,3	41,3	28,4	28,7	66,0		82,5

Nguồn: IMF (2006, 2007); Số liệu tín dụng năm 2007 đã được điều chỉnh theo thống kê mới nhất của NHNN.

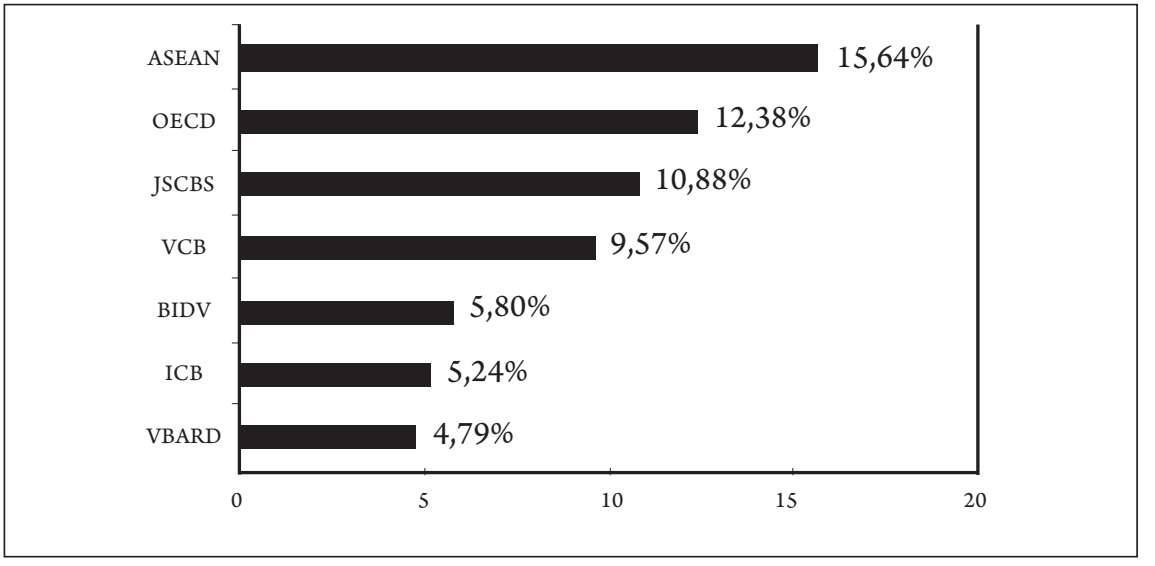
Trong những năm gần đây, ngành ngân hàng đã phát triển độ sâu tài chính một cách ấn tượng bằng cách hoàn tất bảng kết toán tài sản của các ngân hàng và tăng cường vốn thông qua việc phát hành cổ phiếu mới cũng như tăng cường dự trữ tài sản. Kết quả là, vị thế tài chính của các ngân hàng đã được nâng lên rất nhiều về các điều kiện vốn thích hợp và những khoản cho vay không hiệu quả (NPLs) (Hình 1 đến 4). Ví dụ, NPLs của các NHTMCP giảm từ 13% năm 2000 xuống khoảng 3% năm 2006.[5]

Hình 1. Vốn/Tổng tài sản của 4 NHTMCP



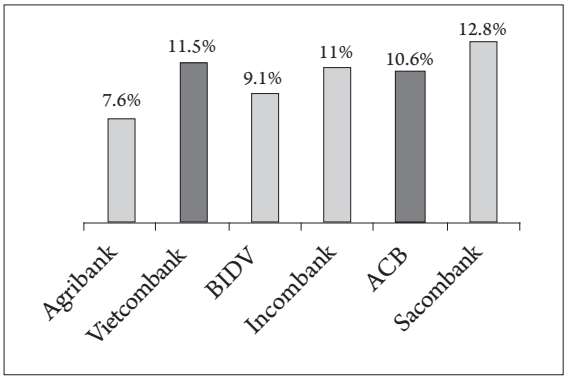
Nguồn: Phạm và những người khác (2007).

Hình 2. Hệ số an toàn vốn (CAR) của các NHTMNN so sánh với các NHTMCP và các nước khác (%)



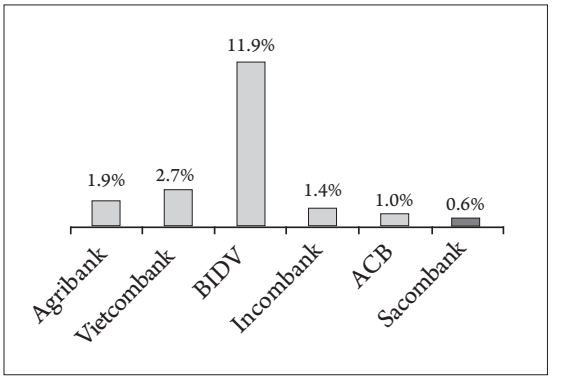
[5] Tuy nhiên, có một vài vấn đề với các NPL được thông báo chính thức. Một số gợi ý cho rằng các số liệu về NPL sẽ cao gấp 3 lần nếu những tính toán chính xác dựa trên các tiêu chuẩn kế toán quốc tế

Hình 3. Tỉ lệ an toàn vốn



Nguồn: Công ty kiểm toán tài chính và các báo cáo (những nơi sẵn có), hãng truyền tin (thời điểm 31 tháng 12 năm 2006).

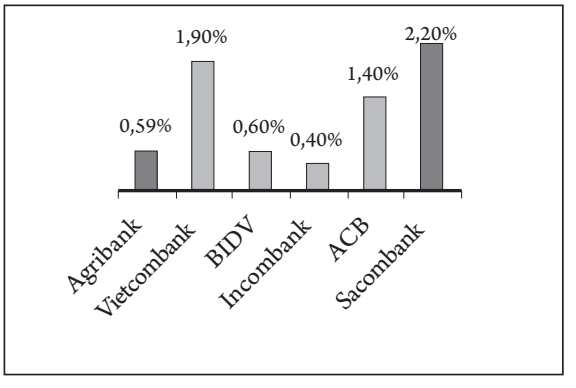
Hình 4. Tổng tỉ lệ NPL



Nguồn: Công ty kiểm toán tài chính và các báo cáo (những nơi sẵn có), hãng truyền tin (thời điểm 31 tháng 12 năm 2006).

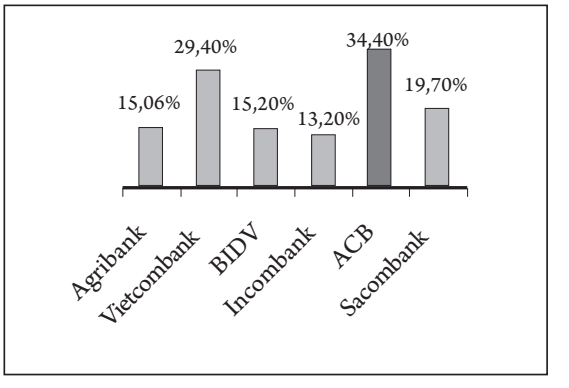
Khả năng sinh lợi của các ngân hàng không phải bao giờ cũng liên quan tới qui mô tài sản. Các NHNN lâu năm có các mức chi phí dự phòng cao, phản ánh các khoản nợ của các DNNN, trái lại các NHTMCP mới thành lập thì chi phí dự phòng thấp hơn. Kết quả là, khả năng sinh lợi được tính bằng ROE (Hình 5) và ROA (Hình 6) của các NHNN có xu hướng thấp hơn các NHTMCP (trừ VietcomBank).

Hình 5. Lợi nhuận trên tổng tài sản trung bình



Nguồn: Công ty kiểm toán tài chính và các báo cáo (những nơi sẵn có), hãng truyền tin (thời điểm 31 tháng 12 năm 2006).

Hình 6. Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu trung bình

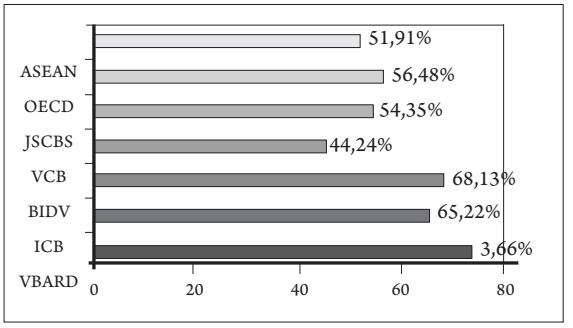


Nguồn: Công ty kiểm toán tài chính và các báo cáo (những nơi sẵn có), hãng truyền tin (thời điểm 31 tháng 12 năm 2006).

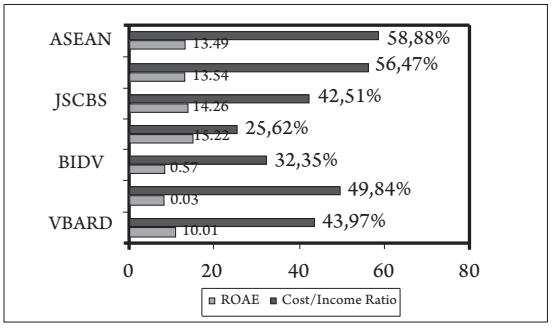
Sự khác nhau về lợi nhuận giữa các NHTMNN và các NHTMCP được giải thích rõ ràng bằng cấu trúc tài sản của các ngân hàng đó như đã mô tả trong Hình 7. Cấu trúc tài sản cho thấy tỉ lệ dư nợ cho vay/tổng tài sản trong các NHTMCP

(54,35%) thấp hơn nhiều so với các NHTMNN (62,81%), vẫn phải loại trừ trường hợp trước đây của VietcomBank (44,24%). Điều này chứng tỏ rủi ro của các NHTMCP thấp hơn, do đó, trên giác độ phân bố của tài sản, các NHTMCP có nhiều cơ hội hơn để tăng khả năng sinh lời bằng việc tăng tỷ trọng tín dụng trong tổng tài sản. Tỉ lệ dư nợ cho vay/tổng tài sản của các NHTMCP cao hơn một chút so với tỉ lệ trung bình của các ngân hàng Đông Nam Á (51,91%) và thấp hơn tỉ lệ của các ngân hàng của Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (56,48%).

Hình 7. Dư nợ/Tổng tài sản của các NHTMNN so với các NHTMCP và các nước khác (2005)



Hình 8. Kết quả kinh doanh của các NHTMNN so với các NHTMCP và các nước khác (2005)



Nguồn: Phạm và những người khác (2007).

Tuy nhiên, trên giác độ các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả thể hiện qua ROAE và tỉ lệ chi phí/thu nhập, các NHTM Việt Nam, bao gồm cả các NHTMNN và NHTMCP, đều kém hiệu quả hơn các ngân hàng khác trong ASEAN và OECD. Chi tiết trong Hình 7 cho thấy các NHTMNN thường hoạt động kém hiệu quả hơn các NHTMCP, và tiếp đó, các NHTMCP lại kém hiệu quả hơn các ngân hàng nước ngoài khác trong khối ASEAN và OCED.

Tiềm năng phát triển và phản ứng của các ngân hàng để nắm bắt các cơ hội kinh doanh mới

Do áp lực cạnh tranh ngày càng tăng từ việc hội nhập sâu rộng, đặc biệt là sau Hiệp định thương mại song phương Việt Nam-Hoa Kỳ và việc gia nhập WTO, các ngân hàng Việt Nam buộc phải mở rộng các hoạt động kinh doanh của mình bằng việc thành lập các chi nhánh mới và phát triển các hoạt động ngân hàng bán lẻ. Các lĩnh vực này là cơ sở để xây dựng lợi thế cạnh tranh cho các ngân hàng trong nước trước các đối thủ nước ngoài tiềm năng. Mạng lưới ngày càng phát

triển và việc mở rộng kinh doanh của các ngân hàng đã làm gia tăng nhu cầu cấp bách về nguồn nhân lực ở mọi lĩnh vực của ngành ngân hàng, từ những người quản lý điều hành cấp cao cho tới đội ngũ nhân viên cấp dưới. Đó là chưa kể đến nhu cầu nhân lực của các ngân hàng mới thành lập. Theo một tính toán, ngành ngân hàng sẽ cần khoảng 40.000 người từ năm 2007 cho tới năm 2010, điều mà nền kinh tế Việt Nam không thể đáp ứng.

Cho đến năm 2006, hơn 70% thu nhập của các ngân hàng đến từ việc cho vay. 3 năm trở lại đây đã chứng kiến xu hướng đa dạng hoá trong các dịch vụ ngân hàng, đặc biệt trong việc phát triển thị trường thẻ và ngân hàng bán lẻ. Năm 2007, việc cho vay tiêu dùng và bất động sản của các NHTMCP ước tính tương ứng từ 20%-30% (và 30-40%) tổng tín dụng. Các hoạt động kinh doanh thu phí khác của các ngân hàng đóng góp ngày càng nhiều vào thu nhập của họ. Trong những năm gần đây, các hoạt động kinh doanh ngoài bảng cân đối kế toán đang dần phát triển, ước tính trung bình chiếm 20-25% thu nhập của khu vực này.

Hơn thế nữa, xu hướng mua bán và sáp nhập đã bùng nổ trong những năm gần đây, đặc biệt là từ năm 2006. Xu hướng này gia tăng chủ yếu do các tổng công ty nhà nước lớn (ví dụ như PetroVietnam, EVN, VNPT, v.v…) liên tục mua lại các NHTMCP nhỏ/ở nông thôn và biến các ngân hàng này thành các đơn vị độc lập. Kết quả là, thay vì chủ yếu là kinh doanh thuần tuý, các công ty này lại quan hệ nhiều và trực tiếp với thị trường tài chính. Không chỉ các doanh nghiệp lớn thực hiện các kế hoạch như đa dạng hoá, mà chính bản thân các ngân hàng cũng cố gắng để mở rộng. Nhiều ngân hàng đã và đang bận rộn với các hoạt động ngân hàng bảo hiểm, chứng khoán, đầu tư (mua bán vốn và đầu tư vào thị trường bất động sản) và có các mối quan hệ chiến lược với các công ty lớn, hầu hết là các Tổng công ty nhà nước hay các Tập đoàn nhà nước mới thành lập.

Ba năm gần đây cũng đã chứng kiến những sự bắt tay giữa các NHTMCP và các tổ chức tài chính nước ngoài. Một vài NHTMCP đã có những thành công lớn trong việc đảm bảo đầu tư chiến lược với các đối tác ngân hàng nước ngoài (Bảng 7). Bằng việc xây dựng các mối quan hệ chiến lược với các tên tuổi nổi tiếng thế giới, các NHTMCP có thể nâng cao thương hiệu của mình và tạo lợi thế về sản phẩm mới, kĩ năng và chuyên môn từ các đối tác. Tuy nhiên, các mối quan hệ đối tác chiến lược này cũng có thể dễ dàng đổ vỡ, đặc biệt là khi đối tác tham gia vào mối quan hệ với tư cách là một nhà đầu tư đầu cơ hơn là một nhà đầu tư chiến lược.

Bên cạnh xu hướng đã nêu ra ở trên, trong năm 2007 và là lần đầu tiên kể từ năm 1986, NHNNVN đã duyệt các đơn xin thành lập mới các ngân hàng thương mại địa phương và đơn đề nghị từ các ngân hàng nước ngoài đang tìm kiếm để mở các chi nhánh liên doanh hay 100% vốn nước ngoài. Vào tháng 12 năm 2007 và

Bảng 7. Đầu tư chiến lược nước ngoài vào các TMCP Việt Nam

Ngân hàng tiếp quản mục tiêu	Acquirer	Ngày thông báo mua cổ phần	Tiền góp vốn mua cổ phần	Mục tiêu quy mô về tài sản*	
				Nghìn tỷ VND	Triệu US$
Sacombank	ANZ Bank	24/5/2006	10,0%	24,9	1,5
Asia Commerce Bank	Standard Chartered	17/6/2005	8,6%	44,6	2,8
Techcombank	HSBC	28/12/2005	10,0%	17,5	1,1
VP Bank	OCBC	21/3/2006	10,0%	10,2	0,6
Orient Commercial Bank	BNP Parisbas	17/11/2006	10,0%	6,4	0,4
Southern Bank	UOB	25/1/2007	10,0%	9,2	0,6
Techcombank	HSBC	25/1/2007	10,0%	17,5	1,1
Habubank	Deutsch Bank	01/2/2007	20,0%	11,6	0,7
Eximbank	SMBC	30/3/2007	15,0%	24,9	1,5
PVFC	Morgan Stanley	13/11/2007	10,0%	34,5	2,15

* *Lưu ý:* Tính đến 31 tháng 12 năm 2006.
Nguồn: Báo cáo của các công ty, tin tức truyền thông.

tháng 1 năm 2008, NHNNVN trên nguyên tắc đã chấp nhận việc thành lập 9 NHTMCP mới và cấp giấy phép cho các chi nhánh của 3 ngân hàng nước ngoài mới. Thêm vào đó, NHNNVN cũng đang phê duyệt việc chấp nhận cấp phép toàn diện cho các ngân hàng HSBC, ANZ và Standard Chartered cho phép họ thành lập ngân hàng 100% vốn nước ngoài tại Việt Nam.

Năm 2007, Thủ tướng Chính phủ trên nguyên tắc đã chấp nhận việc cổ phần hoá 3 NHTMCP (VietcomBank, MHB, và BIDV). Tuy nhiên, chỉ có IPO của Vietcombank được thực hiện vào cuối tháng 12 năm 2007 sau khi liên tục bị trì hoãn.

2.3 Sự phát triển và bùng nổ của thị trường chứng khoán gần đây

Những cải cách quan trọng về chính sách

Thời điểm đáng nhớ nhất trong sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam chính là việc thành lập Uỷ ban chứng khoán nhà nước (SSC) năm 1995 và hai trung tâm giao dịch chứng khoán: Trung tâm giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSTC) vào năm 2000 và Trung tâm giao dịch chứng khoán

Hà Nội (HASTC) năm 2005.[6] Để phát triển thị trường chứng khoán, một số giải pháp về chính sách đã được thực hiện.

- Quá trình cổ phần hoá các DNNN, đặc biệt là các doanh nghiệp lớn, đang dần tiến tới việc niêm yết trên thị trường chứng khoán.
- Sự phát triển của các trung gian tài chính đã được quan tâm nhiều hơn. Sự xuất hiện gần đây của một số tổ chức tài chính như các công ty chứng khoán, các quĩ quản lý đầu tư và các quĩ đầu tư đã trở thành điều kiện tiên quyết cho sự phát triển của thị trường chứng khoán.
- Sự mở cửa các thị trường tài chính với nhiều đối tác nước ngoài hơn đã dần được thực hiện. Phần vốn góp của các công ty đã được niêm yết mà các nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ đã tăng từ 20% đến 30% năm 2003 và tới 49% vào năm 2005. Về các dịch vụ chứng khoán, theo các cam kết của WTO, các công ty liên doanh có thể có vốn nước ngoài không hơn 49% khi mới gia nhập, nhưng sẽ là 100% sau 5 năm.
- Dựa vào "sức khoẻ" của thị trường chứng khoán, một số khuyến khích đã được đưa ra như nới lỏng các điều kiện niêm yết (năm 2003) và miễn thuế thu nhập doanh nghiệp cho các doanh nghiệp được niêm yết trên sàn (năm 2006).[7]

Sự phát triển của thị trường chứng khoán: sự bùng nổ và giảm nhẹ

Sau sự nổi lên ngắn ngủi từ tháng 6 năm 2001 (đỉnh của VN-Index là 571), HOSTC đã hạ nhiệt. Cho tới năm 2005, thị trường chứng khoán liên tục suy yếu và giảm cả về qui mô cung và cầu. Trong năm 2006 và 2007, thị trường tăng vọt về các điều kiện cổ phần hoá thị trường, số lượng các công ty niêm yết và các tài khoản đầu tư, sự tham gia của các công ty chứng khoán và các quĩ quản lý đầu tư. Các số liệu tương ứng được thống kê trong Bảng 8. Đặc biệt, tổng giá trị thị trường OTC được tính là cao gấp 3-4 lần thị trường chính

Trên thực tế, sự bùng nổ đã bắt đầu lần thứ hai vào năm 2006. VN-index đã tăng 144% vào năm 2006 và 40% vào quí I năm 2007, đạt mức cao nhất 1.170 điểm vào ngày 12 tháng 3 năm 2007. Chỉ số này dao động trong khoảng 900-1.100, nhưng có xu hướng giảm từ tháng 10 năm 2007. Xu hướng tương tự cũng được nhận thấy tại HASTC (Hình 9). Cho tới đầu tháng 3 năm 2008, VN-index và HASTC-index tương ứng ở mức dưới 600 và 200.

[6] HOSTC chuyển thành Ho Chi Minh City Stock Exchange (HOSE) vào tháng 5 năm 2007

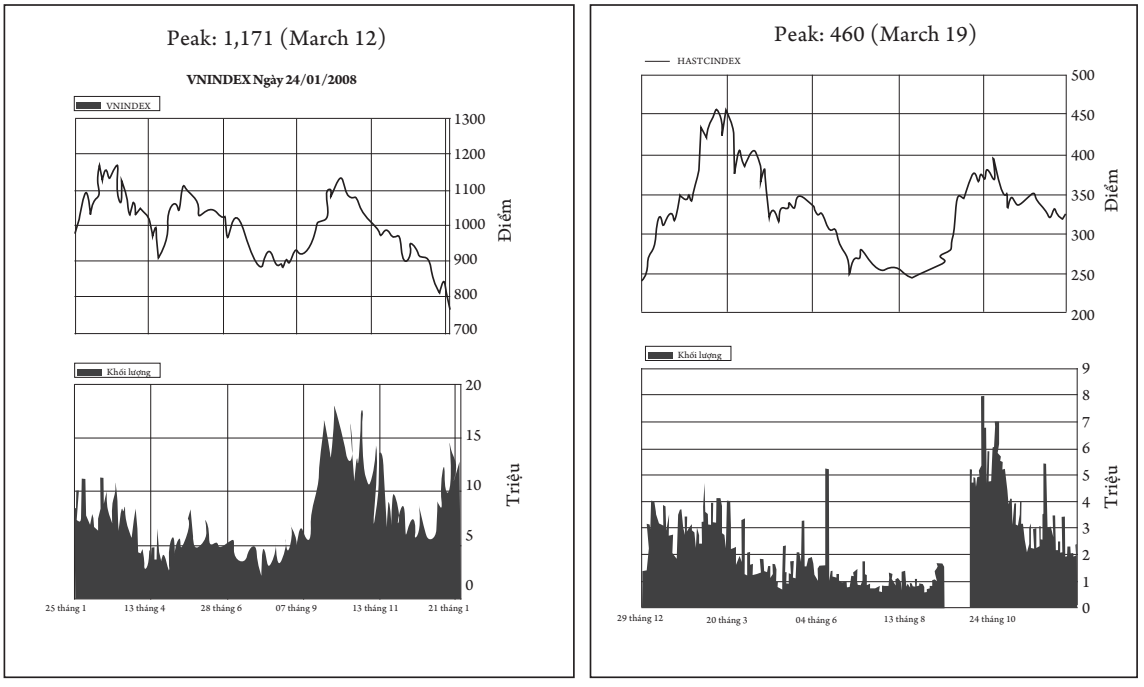
[7] Luật Thuế thu nhập cá nhân được thông qua năm 2007 chỉ ra rằng các nhà đầu tư phải trả thuế thu nhập trên tỉ lệ vốn tăng (20%) hoặc 0,1% mỗi giao dịch từ đầu tư chứng khoán. Điều luật này sẽ có hiệu lực từ đầu năm 2009. Do các chỉ số giá cổ phiếu giảm mạnh, tháng 12 năm 2007, Bộ tài chính (MOF) đã đề nghị Chính phủ tạm hoãn việc áp dụng luật trên

Bảng 8. Một số chỉ tiêu quan trọng của thị trường chứng khoán Việt Nam (2001 - 2007)

	2001	2004	2005	2006	2007
Tổng vốn thị trường(%)	0,3	0,5	1,1	22,8	43,0
VN index	235	241	307	752	≈ 927 (đỉnh cao = 1.170 vào tháng 3)
HASTC- Index	..	..	91,3	243	≈ 324 (đỉnh cao = 460 vào tháng 3)
Số doanh nghiệp niêm yết	10	26	41	193	253
HOSTC/HOSE	10	26	32	106	138
HASTC		...	9	87	115
Quỹ đầu tư	0	1	1	3	4
Công ty chứng khoán	8	13	14	55	78
Quỹ quản lý đầu tư	0	?	6	18	25
Số TK của các nhà đầu tư	8.774	21.616	29.026	≈130.000	≈330.000
Của các tổ chức	71	193	257	≈ 400	≈ 500
Nhà đầu tư nước ngoài	0	207	427	1.650	8.140

Nguồn: SSC và các nguồn khác (cuối năm)

Hình 9. VN-/HASTC Index và khối lượng giao dịch (29/12/2006 - 31/12/2007)

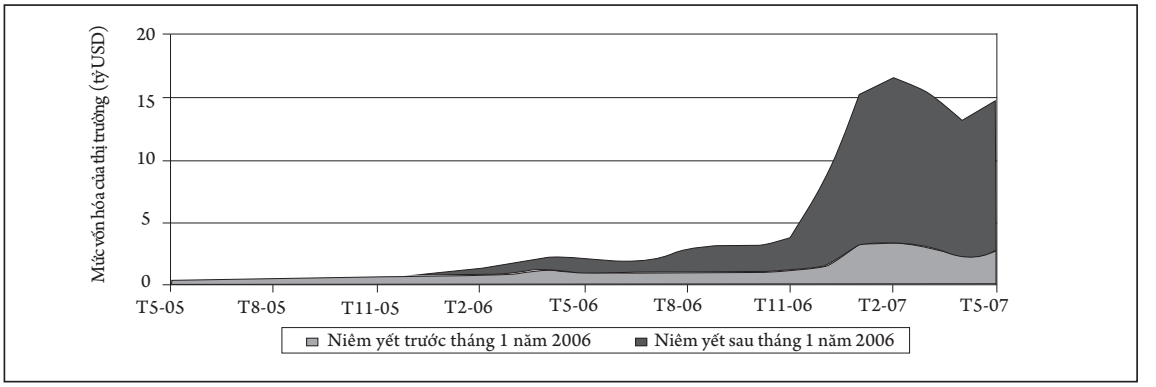


Nguồn: SSI

Các nhân tố quan trọng dẫn đến sự bùng nổ của thị trường giai đoạn 11/2006-03/2007, có thể được kể ra như sau:

- Đầu tiên là giai đoạn tăng trưởng kinh tế cao của Việt Nam và viễn cảnh tươi sáng của đất nước sau khi gia nhập WTO.
- Thứ hai là phản ứng nhanh của các doanh nghiệp đối với các ưu đãi về thuế năm 2006. Sự tăng mạnh về mức độ vốn hoá thị trường của HOSTC (Hình 10) chủ yếu là do có công ty niêm yết mới từ tháng 11 năm 2006 (chủ yếu là các DNNN đã cổ phần hoá).
- Thứ ba là các đối tác nước ngoài lớn và giàu có, bao gồm cả Việt kiều ở Nga và Đông Âu. Các nhà đầu tư chứng khoán cho thấy thói quen đầu tư vào thị trường vốn Việt Nam của không chỉ bởi vì tốc độ tăng trưởng cao và viễn cảnh tươi sáng của nền kinh tế Việt Nam, mà còn vì mong muốn có lợi nhuận cao và dành nhiều cơ hội cho những tài sản rủi ro càng cao doanh thu càng lớn trong danh mục đầu tư của họ.
- Thứ tư là tâm lý bầy đàn trong các nhà đầu tư cá nhân ngắn hạn cục bộ trong bối cảnh việc công bố thông tin không đầy đủ. Nguyên nhân bùng nổ về giá chứng khoán không thể chỉ qui cho một mình các nhà đầu tư nước ngoài. Các nhà đầu tư trong nước, ước tính nắm giữ tỷ lệ khá lớn vốn hoá thị trường, rất tích cực trong việc tăng giá

Hình 10. Tổng giá trị vốn hoá thị trường của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSTC



Nguồn: Ngân hàng thế giới (2007).

Nguyên nhân giảm mạnh hiện nay của chỉ số giá trên thị trường chứng khoán có thể được giải thích do nhiều yếu tố, đó là việc các ngân hàng thương mại siết chặt cho vay để đầu tư vào cổ phiếu và các chính sách tiền tệ, tỉ lệ lạm phát cao và lãi suất tiền gửi VND cao hơn, và một cuộc suy thoái hoàn toàn có thể xảy ra đối với nền kinh tế Mỹ. Tuy nhiên, trong khi các nhà đầu tư trong nước (cá nhân) đang cố gắng tránh né thị trường thì các nhà đầu tư nước ngoài lại hứng thú với việc mua vào hơn là bán cổ phiếu của họ ra ngoài. Vào ngày 6 tháng 3 năm 2008,

SCIC đã buộc phải can thiệp vào thị trường chứng khoán bằng việc mua một số cổ phiếu (hầu hết là blue chip) để tránh việc giá cổ phiếu giảm xuống thấp hơn.

Đặc điểm nổi bật

Tính thanh khoản của thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn ở mức vừa phải. Doanh thu trung bình mỗi ngày ở mức 51,5 triệu USD vào tháng 8 năm 2007, so với 8,3 triệu USD năm 2006. Bảng 9 cho thấy năm 2007, tính thanh khoản thị trường tại HOSTC có thể so sánh với các thị trường chứng khoán của Colombo và Philippin. Hơn thế nữa, thị trường chứng khoán đã chứng kiến sự dao động lớn về giá cả giữa các chứng khoán riêng lẻ và cả chỉ số thị trường. Các cổ phiếu riêng lẻ thường đạt mức giá giao dịch hàng ngày giới hạn ở 5% trên sàn HOSTC và 10% trên sàn HASTC ở tất cả các lệnh. Việc giảm giá đột ngột không thể không dẫn tới những câu hỏi như liệu thị trường đã nóng trở lại. Sau khi đạt tới mức đỉnh điểm 1.170 vào ngày 12 tháng 3, chỉ số giảm gần 23% trong 30 ngày tiếp theo, khiến những nhận định lạc quan nhất cũng phải thừa nhận rằng một cuộc suy giảm đang tới. Khối lượng giao dịch giảm mạnh và mua ròng của các nhà đầu tư nước ngoài từ chỗ đạt 150 triệu USD vào tháng 2 đã gần tới không vào cuối tháng 3 năm 2007.

Bảng 9. Các chỉ số tăng trưởng và khả năng thanh khoản toàn cầu

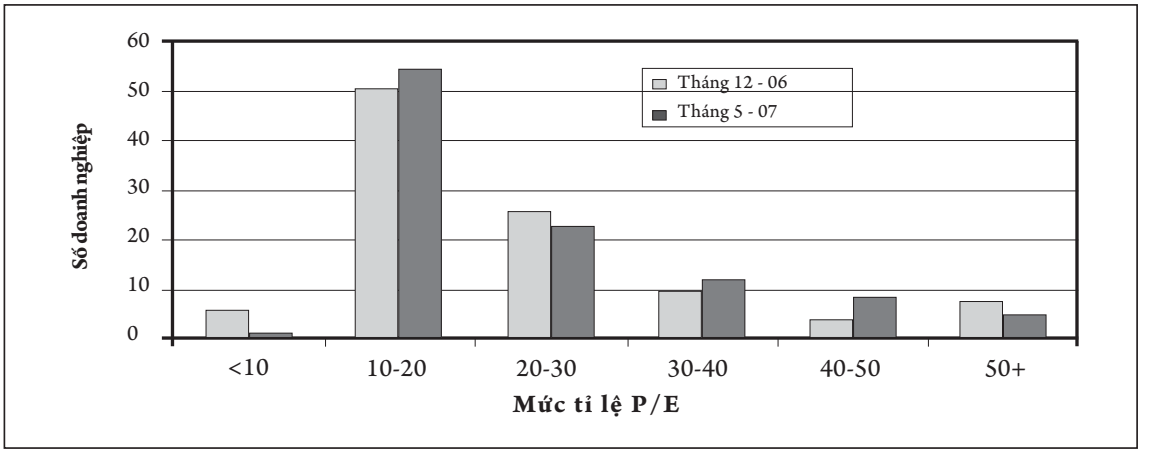
	2006 % yoy	CAGR 03-05	2006 doanh thu trung bình mỗi ngày (tính theo triệu USD).	2006 doanh thu hàng năm: Mức vốn hoá thị trường (x)	2005 Doanh thu hàng năm: Mức vốn hoá thị trường (x)
HOSTC	144,5	21,3	8,3	0,3	0,3
Shanghai SE	130,4	(8,2)	3.078,6	0,8	0,8
Shenzhen SE	97,5	(13,2)	1.765,4	1,9	1,3
Jakarta SE	55,3	44,1	203,5	0,4	0,5
Mumbai SE	46,7	42,5	895,9	0,3	0,3
National SEindia	34,0	33,1	1.767,7	0,5	0,6
Hongkong SE	43,2	18,7	3.468,3	0,5	0,4
Philipines SE	42,3	25,6	46,9	0,2	0,2
Colombo SE	41,6	34,3	4,2	0,1	0,2
Kula Lumpur SE	21,8	10,6	314,5	0,3	0,3
Kuarchi SE	5,0	36,3	573,1	2,8	2,9
Thailand	(4,7)	24,5	419,4	0,7	0,8

Nguồn: World Federal of Exchage, KSE, HCSTC, Reuters

Tỉ lệ giá trên thu nhập trên mỗi cổ phiếu (tỉ số P/E) thường được sử dụng để đánh giá mức độ phát triển trên thị trường vốn. Tuy nhiên, tỉ số P/E cũng rõ ràng là một chỉ tiêu hay thay đổi trên các thị trường phát triển nhanh. Về cơ bản, một cổ phiếu có tỉ số P/E càng cao thì càng có nhiều nhà đầu tư tin tưởng công ty phân phối thu nhập cao trong tương lai, hay thu nhập tương lai có mức rủi ro thấp. Tỉ số P/E có xu hướng thay đổi theo ngành và ngày đáo hạn của doanh nghiệp, và rất khó xác định mức P/E nào được coi là cao hay phản ánh sự vượt quá giá trị thực của cổ phiếu. Theo lịch sử, khi tỉ số P/E vượt quá 30 thì đã cho thấy dấu hiệu của việc vượt quá giá trị thực, có thể tìm ra những tỉ số P/E lớn hơn 75 hay 100 đối với các công ty hoạt động trong các lĩnh vực công nghệ cao. Liên quan tới tỉ lệ P/E của các công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam, IMF (2007) gợi ý rằng tỉ lệ P/E trung bình khá cao, trong khi World Bank (2007) kết luận tỉ lệ này không bình thường.

Hình 11 cho thấy sự phân phối của tỉ số P/E đối với các doanh nghiệp niêm yết trên HOSTC. Đa số các doanh nghiệp có P/E từ 10-20. Tuy nhiên, một vài các doanh nghiệp lớn hơn được niêm yết có P/E vượt quá 30. P/E của thị trường ở mức 33 vào giữa tháng 5 năm 2007 so với khoảng 36 vào cuối năm 2006. Một phép đo chính xác mức lợi nhuận là rất cần thiết cho thị trường chứng khoán Việt Nam, bởi vì các số liệu có nhiều nhược điểm khi vận dụng tính toán. Các số liệu đã trình bày là theo tỉ lệ P/E trượt vì chúng dựa vào thu nhập của những năm trước. Có thể chứng minh rằng trong một nền kinh tế phát triển nhanh, sẽ tốt hơn nếu theo dõi tỉ số P/E của tương lai dựa trên thu nhập dự tính cho 12 tháng tiếp theo. Dự đoán là thu nhập sẽ tăng nhanh hơn có xu hướng kéo P/E xuống các mức bình thường hơn. Ví dụ, nếu thu nhập trên mỗi cổ phiếu tăng trung bình 25% trong 12 tháng tới, P/E khi đó sẽ là 26.

Hình 11. Tỉ số P/E trượt của các doanh nghiệp trên sàn HOSTC



Nguồn: HOSTC

2.4 Sự phát triển của thị trường trái phiếu

Các giải pháp chính sách

Theo Luật ngân sách năm 1993, Chính phủ sẽ không tài trợ thâm hụt ngân sách bằng việc in tiền nữa. Từ giữa những năm 90, Chính phủ đã quan tâm hơn tới việc phát hành trái phiếu nhằm giải quyết thâm hụt ngân sách và vì nhu cầu phát triển. Tuy nhiên, hành lang pháp lý cho việc nâng cấp thị trường trái phiếu phát triển khá chậm. Nghị định đầu tiên về việc phát hành trái phiếu chính phủ đến năm 2000 mới được ban hành và được chỉnh sửa bổ sung vào năm 2003. Năm 2006, Chính phủ ban hành Nghị định 52/2006/ND-CP về các phương thức phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Và một nghị định về việc phát hành trái phiếu của chính phủ và các doanh nghiệp trên thị trường nước ngoài đã được dự thảo vào năm 2007, và hiện nay đang được nghiên cứu để phê duyệt.

Các đặc trưng của thị trường trái phiếu

Thị trường trái phiếu Việt Nam vẫn tương đối kém phát triển mặc dù hiện tại đang được mở rộng. Vào cuối năm 2007, có 570 trái phiếu chưa đáo hạn trên thị trường chứng khoán, với giá trị thị trường khoảng 115,660 nghìn tỉ VND, hay 10,1% GDP, hầu hết trong đó là trái phiếu chính phủ (85%). Các chứng khoán nợ khác bao gồm trái phiếu địa phương (Tp.Hồ Chí Minh và Hà Nội), Trái phiếu của Quĩ hỗ trợ phát triển (ADF và nay là Ngân hàng Phát triển), trái phiếu giáo dục và cơ sở hạ tầng, trái phiếu tái cổ phần hoá của các NHTMNN, trái phiếu của BIDV, trái phiếu chuyển đổi của Vietcombank, và một số trái phiếu doanh nghiệp khác.[8]

Cho dù vẫn đang tiếp tục phát triển, thị trường vẫn không có tính thanh khoản vì các nhà đầu tư giữ trái phiếu cho tới khi đáo hạn. Các trái phiếu dài hạn (10-15 năm), chiếm khoảng 40% trong tổng số, thường được các công ty bảo hiểm mua và giữ cho tới khi đáo hạn, trong khi 60% các trái phiếu 2-3-5 năm (thường là 5 năm) là do các NHTMNN nắm giữ.

---

[8] Trái phiếu chính quyền địa phương: Tp.Hồ Chí Minh và Hà Nội được cam kết phát hành trái phiếu tương đương 100% ngân sách đầu tư hàng năm của họ (với các tỉnh khác, mức này là 30%) và được Bộ Tài chính chấp nhận: DAF (nay là VDB) đã trở thành một trong những tổ chức tài chính lớn nhất tại Việt Nam, và các khoản nợ chưa đáo hạn tương đương khoảng 20% GDP, một nửa trong đó được tài trợ thông qua ODA.

Trái phiếu phát triển giáo dục và cơ sở hạ tầng: Quốc hội chỉ đạo việc phát hành tổng cộng 10 nghìn tỉ VND (khoảng 7 tỉ USD) trái phiếu giáo dục và cơ sở hạ tầng trong giai đoạn 2005-2040. Trái phiếu tái cổ phần hoá của NHTMNN: Năm 2001, giá trị NPL là 10,9 nghìn tỉ VND (2,5% GDP năm 2000) được đưa ra dưới hình thức các trái phiếu tái cổ phần (9,7 tỉ) và tiền mặt, đây là một phần trong chương trình tái cơ cấu của chính phủ dành cho các NHTMNN.

Thị trường cũng phân đoạn cao do có quá nhiều kênh phát hành, phương thức phát hành, người tham gia thị trường và thiếu chức năng tạo lập thị trường. Kho bạc nhà nước phát hành mỗi năm trên 100 trái phiếu mệnh giá kho bạc tính theo VND với thời hạn 6, 9 và 12 tháng và các trái phiếu 2, 3, 5, 10 và 15 năm qua 4 kênh và phương thức khác nhau[9]. Trái phiếu kho bạc ước tính chiếm trên 80% các chứng khoán nợ của Chính phủ được phát hành trong năm 2003 và 2004 (Bảng 10).

Các tổ chức tài chính chỉ định gọi trong nội bộ là "môi giới sơ cấp", nhưng họ không có nghĩa vụ tạo lập thị trường. Ngân hàng nhà nước đưa ra lịch phát hành đấu giá và bảo lãnh phát hành hàng quí. Đấu giá trái phiếu kho bạc được tổ chức hàng tuần, đấu giá trên thị trường chứng khoán thì hai tuần một, và bảo lãnh phát hành trái phiếu cũng hai tuần một. Thêm nữa, NHNNVN còn phát hành các chứng khoán ngắn hạn của riêng mình với mục đích quản lý khả năng thanh khoản qua thời gian.

Bảng 10. Khối lượng chứng khoán chính phủ phát hành theo kênh phân phối và phương thức

	2003		2004	
Đấu giá TB thông qua NNNVN	15.130	86,7%	18.411	82,9%
Đấu giá trái phiếu dựa trên sàn giao dịch	672	3,9%	1.419	6,4%
Bảo lãnh phát hành	1.650	9,5%	2.390	10,8%
Phát hành trực tiếp và công khai	-	0,0%	-	0,0%
Đấu giá trái phiếu ngoại tệ NHNNVN	0	0,0%	0	0,0%
Tổng	**17.452**	**100%**	**22.220**	**100%**

Nguồn: HOSTC và Reuters

[9] Các phương pháp và các kênh: (i) đấu giá trái phiếu kho bạc cho các ngân hàng được bổ nhiệm qua NHNNVN như một đại diện tài chính cho Kho bạc nhà nước và là cơ quan đăng kiểm, (ii) đấu giá trái phiếu cho các ngân hàng, các công ty bảo hiểm và các công ty chứng khoán được bổ nhiệm thông qua các STC với SCC là cơ quan đăng kiểm, (iii) bảo lãnh phát hành bởi một tổ hợp các ngân hàng được bổ nhiệm và các công ty chứng khoán với mỗi nhà phát hành là một cơ quan đăng kiểm, và (vi) sự di chuyển trực tiếp của trái phiếu với công chúng thông qua một mạng lưới quốc gia với khoảng 600 chi nhánh của kho bạc nhà nước với mỗi chi nhánh là một cơ quan đăng kiểm. Hiện nay, kho bạc dừng việc phát hành trái phiếu cho các nhà đầu tư riêng lẻ để giảm chi phí giao dịch

Tuy nhiên, một vài sự phát triển cần được lưu ý. Vào tháng 10 năm 2005, Chính phủ đã phát hành trái phiếu quốc tế đầu tiên của mình kể từ khi Brady phát hành vào những năm 90, số tiền 750 triệu USD, với lãi suất 7,125%, thấp hơn lãi suất trái phiếu của Indonexia và Philippin.[10] Trong khi đó, S&P đã nâng mức xếp hàng tín dụng của Việt Nam từ BB- lên BB+ vào tháng 8 năm 2006. Số tiền thu được từ việc bán trái phiếu đang cho Vinashin, doanh nghiệp tàu biển nhà nước vay. Hiện nay chính phủ đang xem xét việc tăng cường thêm 1 tỉ USD thông qua đợt phát hành, số vốn thu được sẽ đóng góp phần lớn cho việc xây dựng nhà máy lọc dầu Dung Quất; phần còn lại sẽ dành cho Tổng công ty hàng hải Việt Nam (Vinalines) mua tàu thuỷ mới, và cho Tổng công ty Sông Đà xây nhà máy thuỷ điện. Các doanh nghiệp này đã đạt được các mức xếp hạng tín dụng quốc tế.

Bước vào nửa cuối năm 2006, những nhà đầu tư nước ngoài bắt đầu quan tâm đến các trái phiếu Việt Nam, vì nhiều người nghĩ rằng chúng đang ở mức thấp hơn so với giá trị thực và nếu nắm giữ sẽ thu được lợi nhuận cao hơn. Các công ty nước ngoài tham gia đã tạo nên một sức sống mới cho thị trường trái phiếu, đặc biệt là trên sàn HASTC. 44 đợt thầu trái phiếu chính phủ đã được thực hiện trong năm 2007, huy động được 18,939 nghìn tỉ VND. Thị trường trái phiếu cấp hai tại Hà Nội cũng đã từng tăng trưởng khá mạnh. Ở tầm chính sách, chính phủ đang cố gắng thúc đẩy trái phiếu 5 năm trở thành một trái phiếu đủ tiêu chuẩn thanh khoản thông qua việc đấu giá lô lớn. Một thị trường trái phiếu chuyên môn hoá sẽ được xây dựng tại HASTC. Việc bỏ thầu và giao dịch trái phiếu chính phủ, trái phiếu địa phương và trái phiếu chính phủ đảm bảo sẽ được thực hiện tại thị trường trái phiếu chuyên biệt.

Năm 2006, Vinashin được công nhận là doanh nghiệp phát hành trái phiếu thứ ba của Việt Nam và đến nay là lớn nhất với 3 nghìn tỉ đồng (trái phiếu 10 năm với lãi suất coupon hàng năm là 9%). Trái phiếu được đặt mua gấp 3 lần, với 95% được bán cho các nhà đầu tư nước ngoài. EVN đã phát hành trái phiếu chủ yếu bán cho các nhà đầu tư nước ngoài (trái phiếu 10 năm với lãi suất coupon hàng năm 9,6% trong năm đầu tiên và 9,96% những năm sau đó). Năm 2008, EVN và PetroVietnam cũng đang dự định phát hành trái phiếu.

3. Các luồng vốn và ảnh hưởng của chúng

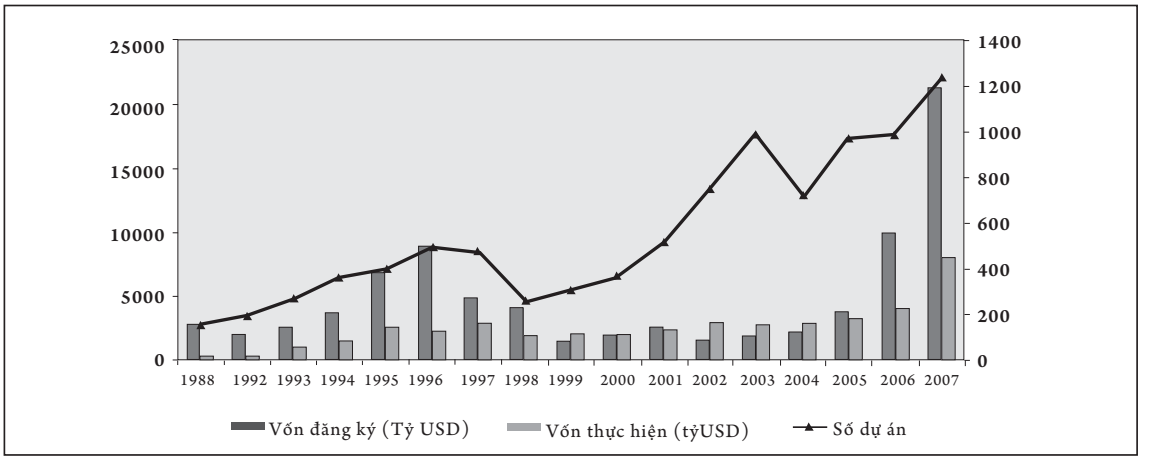
3.1 Các dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài

Luật đầu tư nước ngoài được ban hành vào tháng 12 năm 1987. Giai đoạn

[10] Việc phát hành luôn được xem là thành công và sự mở rộng sang các kho bạc Mỹ đã cắt giảm từ 256 điểm cơ sở phát hành xuống còn 110 điểm tính đến tháng 4 năm 2007

1988-2007, Việt Nam đã thu hút 9.492 dự án FDI với tổng số vốn cam kết 83,2 tỉ USD, trong đó 52,7% đã được thực hiện[11]. Sau khi đạt tới mức đỉnh điểm vào năm 1996, các luồng FDI chảy vào Việt Nam đã giảm sau cuộc khủng hoảng kinh tế Châu Á. Tuy nhiên, từ nửa sau năm 2004 đã phát triển rất nhanh, đạt mức trên 10 tỉ USD và 21,3 tỉ USD theo các cam kết trong các năm 2006 và 2007 (Hình 12). Việc tăng FDI đột ngột trong những năm gần đây đã cho thấy sự tin tưởng của các nhà đầu tư vào công cuộc cải cách, quá trình hội nhập kinh tế quốc tế của Việt Nam và viễn cảnh phát triển cũng như việc tái cơ cấu FDI tại châu Á trong những ngành công nghiệp có mức độ tham dụng lao động cao như dịch vụ hậu cần thuê ngoài, điện tử, may mặc và chế tạo từ Trung Quốc sang Việt Nam.[12]

Hình 12. FDI tại Việt Nam:
Vốn cam kết và thực hiện (1988-2007)



Nguồn: MPI

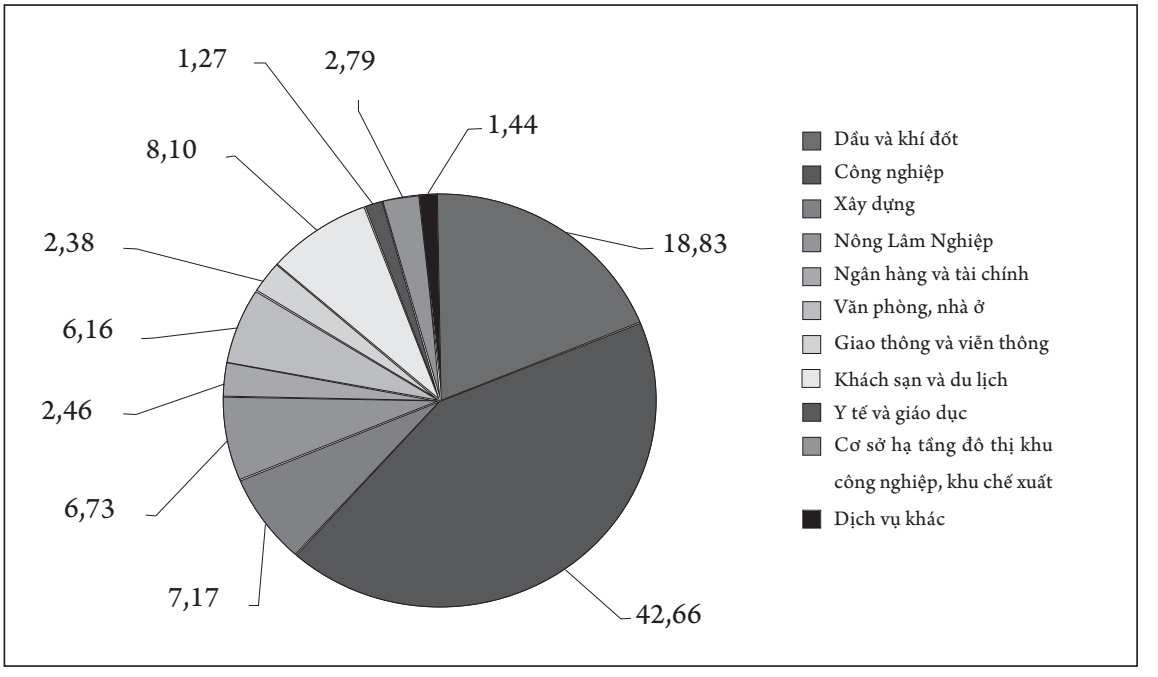
Cho tới cuối năm 2007, tổng vốn FDI thực hiện tích luỹ đầu tư cho ngành công nghiệp chế tạo máy là 42,7%, dầu và khí đốt 18,8%, khách sạn và du lịch 8,1%, xây dựng 7,2%, các văn phòng và chung cư 6,2%, các khu vực nhà cao tầng ở ngoại ô và các khu công nghiệp 2,8% (Hình 13).

Vào những năm 90, FDI tập trung vào các ngành công nghiệp thay thế nhập khẩu. Tuy nhiên, từ năm 2000, đã bắt đầu xuất hiện xu hướng hướng về lĩnh vực chế tạo để xuất khẩu và các khu vực dịch vụ. Tỉ lệ FDI trong tổng doanh thu xuất khẩu (trừ xuất khẩu dầu thô) ước tính chỉ 23,4% trong năm 1996 và 22,2% năm

[11] Con số FDI đã thực thi/thực hiện khác với FDI trong BOP

[12] Intel đã quyết định xây dựng một nhà máy lắp ráp bán linh kiện và chạy thử tại Việt Nam trị giá 1 tỉ USD, đây không chỉ là một bước ngoặt đối với Việt Nam, mà còn là biểu hiện rõ ràng của xu thế phát triển. Trong lĩnh vực tương tự, Hong Hai-Foxcom (Đài Loan, Trung Quốc) cũng có kế hoạch đầu tư tới 5 tỉ USD trong vòng 5 năm tới ở một số khu vực tại Việt Nam để sản xuất đồ điện và các sản phẩm máy tính, từ máy ảnh kĩ thuật số cho tới máy nghe nhạc, ổ cứng và các thành phần máy tính khác

Hình 13. Cơ cấu vốn cổ phần của FDI tính theo khu vực (% trên tổng tính đến tháng 10 năm 2007)



Nguồn: MPI.

2000, nhưng sau đó tăng nhanh tới 36,9% năm 2006 (Bảng 14). Có một sự thay đổi cơ bản trong xu hướng FDI trong những năm gần đây. Hầu hết FDI đã đăng ký tại Việt Nam đã thay đổi về cơ cấu và bắt đầu chú trọng vào các ngành công nghiệp, xây dựng và dịch vụ. Trong giai đoạn 2004 đến 2007, tổng FDI đăng ký trong hai lĩnh vực này tương ứng tăng 74,9% và 56,0%, so với mức tăng trưởng khiêm tốn trong lĩnh vực nông nghiệp là 26,6% (Bảng 13). Kết quả là, cho đến tháng 10 năm 2007, tổng FDI đăng ký trong hai lĩnh vực này ước tính chiếm 94,2%, trong khi trong lĩnh vực nông nghiệp chỉ là 5,8%.

Vào đầu năm 90, khu vực các doanh nghiệp đầu tư trực tiếp nước ngoài (FIE) đóng vai trò khá quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam. Nhưng từ giữa những năm 90, đây đã trở thành bộ phận cơ bản của nền kinh tế. Năm 1996, các FIE trực tiếp thuê 222,000 công nhân và đóng góp 7,4% GDP. Năm 2006, con số này đã tăng lên gần 1.130.000 nhân viên và 17,1% GDP (Bảng 14). Như đã đề

[13] Số FDI thực hiện ở đây khác với FDI trong BOP.

[14] Intel đã quyết định đầu tư 1 tỷ USD cho dây chuyền sản xuất chất bán dẫn và kiểm tra điều kiện ở Việt Nam. Không chỉ giới hạn cho Việt Nam, mà còn là dấu hiệu xu hướng tăng trưởng ở Việt Nam. Cũng trong lĩnh vực này. Hong Thai - Foxcom (Đài Loan, Trung Quốc) dự định đầu tư 5 tỷ USD trong 5 năm tới ở các địa điểm khác nhau của Việt Nam. Để sản xuất hàng điện tử, máy tính, từ máy ảnh số đến máy nghe nhạc và linh kiện máy tính.

Bảng 13. FDI tích luỹ tính đến 10/2007 so với tháng 10/2004.

	Dự án	%thay đổi	Vốn đăng ký (triệu USD)	% thay đổi	Vốn đăng ký (triệu USD)	% thay đổi
Công nghiệp và xây dựng	5,418	61,2	46.114	74,9	21.258	19,4
Nông nghiệp	911	32,4	4.306	26,6	2,085	25,5
Dịch vụ	1.387	89,0	24.346	56,0	7,618	17,3
Tổng	8.166	62,6	74.766	64,8	30.961	19,3

Nguồn: Dữ liệu được MPI cung cấp và tính toán của tác giả.

cập từ trước, khu vực FIE hiện đang là lực lượng quản lý hoạt động xuất khẩu của Việt Nam và sự phát triển của nhiều ngành công nghiệp chế tạo như dệt và may mặc; máy và thiết bị văn phòng, kế toán và vi tính; thiết bị điện và máy; radio và thiết bị máy móc liên lạc; và thiết bị y học, quang học chính xác; động cơ, thiết bị vận tải và đồ dùng (Phụ lục A).

Bảng 14. Đóng góp của các FIE cho nền kinh tế Việt Nam.

	1992	1996	2000	2004	2005	2006
Đóng góp của FIE cho GDP(%)	2,0	7,4	13,2	15,1	16,0	17,1
Tỷ trọng FDI trong tổng đầu tư (%)	22,0	26,0	18,0	15,5	15,7	16,4
Xuất khẩu của các FIE, trừ dầu thô (triệu USD)	112	920	3320	8601	11.144	14.620
Tỷ lệ xuất khẩu của các FIE (%)	5,3	23,4	22,2	33,1	34,4	36,9
Số nhân viên trong các FIE(1,000 người)	n. a	220	397	739	935	1.129

Nguồn: MPI.

Tuy nhiên, FDI vẫn hạn chế ảnh hưởng của việc thừa nhân công và phân chia lợi nhuận trong mạng lưới sản xuất khu vực. Việt Nam thường xây dựng mô hình đối tác thương mại tương tự như trong trường hợp của các nền kinh tế Đông Á khác, nhưng chỉ trong giai đoạn đầu (Khung 2).

3.2 Viện trợ phát triển chính thức

Viện trợ phát triển chính thức (ODA) bắt đầu thực hiện từ năm 1993 và cùng với FDI, đã góp phần quan trọng cho phát triển đầu tư và tăng trưởng GDP tại Việt Nam. Từ 1993-2007, tổng ODA cam kết cho Việt Nam đạt 41,2 tỉ USD, trong đó 30,7 tỉ USD (hay 74,5%) đã được ký, và 19,7 tỉ USD (hay 47,9%) đã được giải ngân (Hình 15).

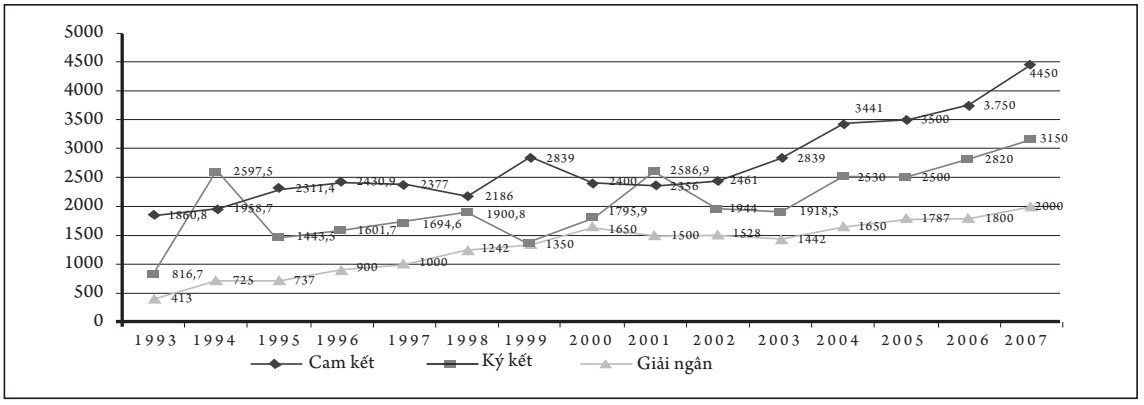
Khung 2. Sự hợp tác của Việt Nam trong mạng lưới sản xuất khu vực

Nói chung, Việt Nam đang đi theo mô hình đối tác thương mại theo kinh nghiệm của các nền kinh tế Đông Á, tuy nhiên vẫn ở trong giai đoạn đầu của hợp tác thương mại khu vực (Võ và Nguyễn 2006).

- ***Thứ nhất***, các nền kinh tế Đông Á bắt đầu giai đoạn tăng trưởng dựa trên việc xuất khẩu các sản phẩm có mức độ thâm dụng lao động cao nhưng họ dần nâng cao lợi thế so sánh hướng tới việc tăng cường vốn và các sản phẩm có hàm lượng công nghệ cao. Hiện tại, việc xuất khẩu máy móc của Việt Nam đang tập trung vào các sản phẩm có mức độ tham dụng lao động cao như dệt và may mặc, tất, và đồ dùng giá trị thấp trong chuỗi giá trị sản xuất.
- ***Thứ hai***, Đông Á đã chứng kiến sự mở rộng nhanh chóng của việc mua bán các hàng hoá trung gian như các linh kiện, bộ phận máy móc và sự tăng cường việc buôn bán nội bộ ngành. Việt Nam dường như đang đi theo một mô hình quen thuộc. Chỉ số buôn bán nội bộ ngành ở Việt Nam đã tăng từ 2,2 năm 1985 lên 19,0 năm 2000, nhưng nhỏ hơn nhiều so với các nền kinh tế Đông Á khác. Đông Á trở thành nguồn xuất khẩu linh kiện và bộ phận cho sản xuất công nghiệp lớn nhất của Việt Nam.
- ***Thứ ba***, trong khi việc buôn bán các hàng hoá trung gian chủ yếu là trong khu vực Đông Á, phần lớn thị trường của các sản phẩm tài chính vẫn ở ngoài khu vực. Khi nghiên cứu tại Việt Nam, có thể nhận thấy vai trò ngày càng quan trọng của EU và Hoa Kỳ với tư cách là những điểm đến lý tưởng của xuất khẩu Việt Nam. Do qui định trong Hiệp định thương mại song phương Việt Nam-Hoa Kỳ, xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ đã tăng từ 1,05 tỉ USD năm 2001 lên khoảng 5,0 tỉ USD năm 2004.
- ***Thứ tư***, Trung Quốc ngày càng nâng cao vai trò là một đối tác thương mại, đặc biệt là hàng hoá trung gian và các bộ phận ở Đông Á. Trung Quốc cũng trở thành một đối tác thương mại quan trọng của Việt Nam, tuy nhiên đi cùng với cả các đặc trưng của thương mại "Bắc-Nam" và thâm hụt lớn của phía Việt Nam (thâm hụt tăng từ 0,2 tỉ USD năm 2001 lên hơn 5 tỉ USD năm 2006 [13]).

[13] Lưu ý rằng trong những năm gần đây ASEAN -5 có thặng dự thương mại lớn với Trung Quốc

Hình 15. Giá trị ODA đã được cam kết, ký kết và giải ngân (1993-2007)



Nguồn: MPI

Trong những năm từ 1993-2005, ODA chiếm khoảng 11,4% tổng đầu tư và 50% đầu tư từ ngân sách quốc gia (MPI 2005). Cho tới nay, việc phân bổ ODA ở Việt Nam đang dành sự ưu tiên chủ yếu cho những vùng phát triển. Tuy nhiên ODA cũng cần được phân bổ một cách bình đẳng hơn: những khu vực kém phát triển hơn cần nhận được nhiều ODA hơn.

Bảng 15 chỉ ra các lĩnh vực và khu vực mà ODA tập trung. Bao gồm cả việc phát triển cơ sở hạ tầng, giảm đói nghèo (riêng ở những khu vực đơn lẻ), phát triển nguồn nhân lực và nâng cao năng lực. ODA khuyến khích sự tăng cường và hình thành các luật quan trọng như Luật doanh nghiệp, Luật đất đai, Luật đầu tư, Luật cạnh tranh và Luật chống tham nhũng. Các dự án tài trợ ODA cũng giúp tăng cường năng lực quản lý của lãnh đạo và nhân sự các bộ, các lĩnh vực và địa phương, và nâng cao tính chuyên nghiệp cũng như trình độ tiếng Anh một cách đáng kể.

Bảng 15. Cơ cấu ODA đã ký theo lĩnh vực và khu vực (1993-2005)

Lĩnh vực/ khu vực	Tổng ODA	Vay nợ	Trợ cấp
Phát triển nông nghiệp và nông thôn, giảm đói nghèo	14%	10%	4%
Năng lượng và công nghiệp	21%	20%	1%
Vận tải và viễn thông	25%	24%	1%
Khoa học và công nghệ và môi trường	12%	9%	3%
Chăm sóc sức khoẻ, giáo dục và đào tạo, phát triển xã hội	10%	5%	5%
Khác	18%	14%	4%
Tổng trợ cấp	***100***	***100***	

Nguồn: MPI.

Bên cạnh các thành tựu đáng khích lệ với kết quả ấn tượng là sự gia tăng nhanh ODA, việc huy động và sử dụng ODA vẫn còn những yếu kém và hạn chế, đó là [14]:

- Nhận thức và hiểu biết hạn chế về bản chất của ODA, trong nhiều trường hợp còn quan niệm ODA là một "món quà miễn phí;"
- Sự chậm trễ trong hướng dẫn/cụ thể hoá các phương hướng, nguyên tắc chỉ đạo, chính sách và chiến lược liên quan tới việc huy động và sử dụng ODA vào các chương trình và dự án cụ thể mà trong một số trường hợp, đã dẫn tới sự bị động của các cơ quan chính phủ trong việc hợp tác với các nhà tài trợ;
- Sự kết hợp lỏng lẻo giữa các ban ngành và năng lực nhân sự yếu kém trong việc quản lý và sử dụng nguồn vốn ODA. Nguồn nhân lực liên quan tới các dự án và chương trình tài trợ bằng ODA vẫn yếu về năng lực chuyên môn, kĩ năng hợp tác quốc tế và ngoại ngữ. Những qui định về thể chế và hoạt động của các đơn vị quản lý các chương trình và dự án tài trợ bằng ODA vẫn chưa đầy đủ;
- Việc quản lý ODA và hành lang pháp lý trong sử dụng ODA đã cho thấy có nhiều sự mâu thuẫn: những mâu thuẫn giữa các văn bản pháp lý về quản lý; thực hiện và phân bổ ODA; thiếu tính thi hành trong các văn bản pháp lý liên quan đến thực hiện và huy động ODA; sự thiếu kết hợp giữa qui trình quản lý và thủ tục của Việt Nam và nhà tài trợ, làm giảm hiệu quả đầu tư và tăng chi phí giao dịch;
- Hạn chế trong kiểm soát và định giá các chương trình và dự án ODA. Nguyên nhân còn chưa ngã ngũ của hạn chế này là do thiếu những hành động kỷ luật nghiêm khắc và thích đáng liên quan tới việc báo cáo tài chính, thanh toán và điều chỉnh việc thực hiện.

3.3 Danh mục các dòng vốn đầu tư

Sự phát triển, viễn cảnh của nền kinh tế và thị trường chứng khoán Việt Nam đã thu hút nhiều nhà đầu tư nước ngoài. Các dòng đầu tư chứng khoán của nước ngoài (FPI), cùng với sự có mặt của một số quĩ đầu tư nước ngoài đã thực sự trở thành một hiện tượng trong năm 2006. Các dòng đầu tư chứng khoán nước ngoài ước tính chiếm 2,2% và 10,4% GDP tương ứng trong các năm 2006 và 2007 (Phụ lục B). Các nhà đầu tư chứng khoán nước ngoài có một sở thích thường thấy là thích đầu tư vào thị trường vốn Việt Nam do sự mong muốn các tài sản rủi ro càng cao-lợi nhuận càng cao và tăng cường tính thanh khoản trong nền kinh tế toàn cầu.

[14] Xem Viện Kinh tế Việt Nam (2007).

Năm 2005 Việt Nam có 436 nhà đầu tư nước ngoài, trong đó có 38 tổ chức đầu tư và 389 nhà đầu tư cá nhân. Tuy nhiên, số lượng các tài khoản nước ngoài đã tăng gần 20 lần từ năm 2005 tới 8.140 năm 2007. Tỷ trọng thương mại của các nhà đầu tư nước ngoài khá cao, chiếm 21% tổng tỷ trọng thương mại năm 2006. Con số này đã tăng lên 29% tính đến cuối năm 2007. Năm 2007, giá trị giao dịch đã tăng nhanh tới khoảng 55% giá trị giao dịch thị trường (Dang, 2008).

Năm 2006, có khoảng 1,3 tỉ USD FPI tại Việt Nam, trong đó 70% được đầu tư vào cổ phiếu, trái phiếu và bất động sản, và 30% được gửi trong hệ thống ngân hàng. Năm 2007, FPI tăng mạnh tới 7,4 tỉ USD (Phụ lục B).

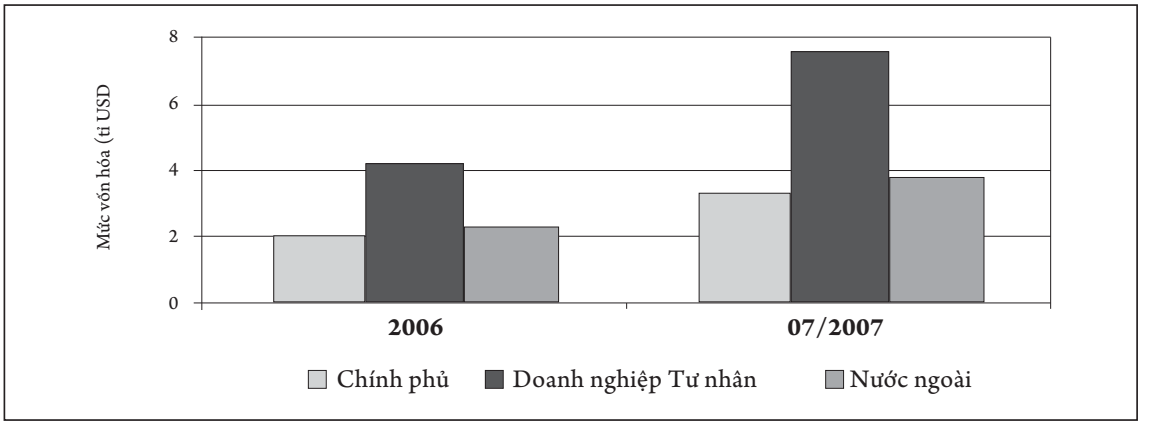
Sự tham gia của các đối tác nước ngoài lớn và giàu có, bao gồm cả Việt kiều ở Nga và Đông Âu, đã góp phần thúc đẩy sự bùng nổ về tài chính và đầu tư vào thị trường bất động sản.

- Tháng 5 năm 2007, ước tính các nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ 25% tổng giá trị vốn hoá của sàn HOSE hay chỉ khoảng gần 4 tỉ USD (Hình 16). Con số này cao hơn số dòng vốn thực sự đi vào vì nó được gia tăng bởi thặng dư vốn sau khi đầu tư.
- Việc mua bán vốn cổ phần được coi là một hoạt động đầu tư chiến lược ở nhiều lĩnh vực khác nhau, đặc biệt là trong các hoạt động tài chính, bất động sản, năng lượng và phát triển cơ sở hạ tầng.

Từ nửa sau của năm 2006, các nhà đầu tư nước ngoài đã hướng sự quan tâm nhiều hơn đến trái phiếu chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp. Sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài đã đóng góp cho sự tăng trưởng của thị trường trái phiếu chính phủ cấp hai tại Hà Nội. Như đã đề cập từ trước, có 75% trái phiếu của EVN và 95% của Vinashin được bán cho các nhà đầu tư nước ngoài.

Sự tăng trưởng FPI đã đề cập ở trên được giải thích rõ ràng hơn khi nghiên

Hình 16. Tổng mức vốn hoá trên sàn HOSTC theo chủ sở hữu



Nguồn: HOSTC.

cứu trên cơ sở sự dịch chuyển của các khoản mục trên BOP. Lượng kiều hối tăng mạnh, từ 0% GDP năm 1990 lên 5,1% GDP năm 2000, và cao hơn tới 6,2% GDP năm 2006 và 8,7% GDP năm 2007 (Phụ lục B). IMF (2006) ủng hộ cách thức đầu tư gián tiếp vào Việt Nam do lượng kiều hối có mối tương quan tỷ lệ thuận với những điều kiện kinh tế thuận lợi ở Việt Nam, môi trường đầu tư được cải thiện và sự thông thoáng hơn của môi trường chính sách, đặc biệt là vào cuối những năm 90.[15] Một khảo sát nhỏ đã chỉ ra rằng phần lớn lượng kiều hối được đầu tư vào bất động sản và thị trường chứng khoán.

3.4 Các dòng vốn chảy vào và sự ổn định kinh tế vĩ mô

Trong 5 năm gần đây, thâm hụt thương mại tăng cao nhưng vẫn thấp hơn thâm hụt cán cân vãng lai của những năm 90. Ước tính năm 2007 là năm thâm hụt cán cân vốn rất cao đạt 9,9% GDP. Hơn nữa, cách tài trợ thâm hụt cán cân thương mại trong những năm gần đây đã thay đổi. Vào giữa những năm 90, thâm hụt thương mại và cán cân vốn được hỗ trợ nhiều bởi FDI. Nhưng từ năm 2005, các lượng kiều hối và các dòng đầu tư gián tiếp đóng vai trò ngày càng quan trọng trong tài trợ thâm hụt thương mại.[16] Ngoài ra, nhờ các dòng vốn lớn, dự trữ ngoại hối được tích luỹ rất nhanh, tăng từ 3,0 tỉ USD năm 2000 tới 11,5 tỉ USD năm 2006, và cao hơn tới mức cao kỉ lục khoảng 23 tỉ USD (32,3% GDP) tính đến cuối năm 2007.

Kể từ hiệp định về tái cơ cấu nợ với Liên bang Nga năm 2000, nợ nước ngoài của Việt Nam thực sự đã giảm. Ở các hạng mục có liên quan, tỷ lệ nợ nước ngoài giảm từ 41,1% GDP năm 2000 xuống khoảng 30,2% GDP năm 2006 và 30,8% GDP năm 2007 (IMF). Tỉ lệ nợ trong lĩnh vực dịch vụ (hiện nay là 5-6%) là một tỉ lệ tốt nằm trong một mức có thể kiểm soát được. Tuy nhiên vẫn còn vài vấn đề cần quan tâm:

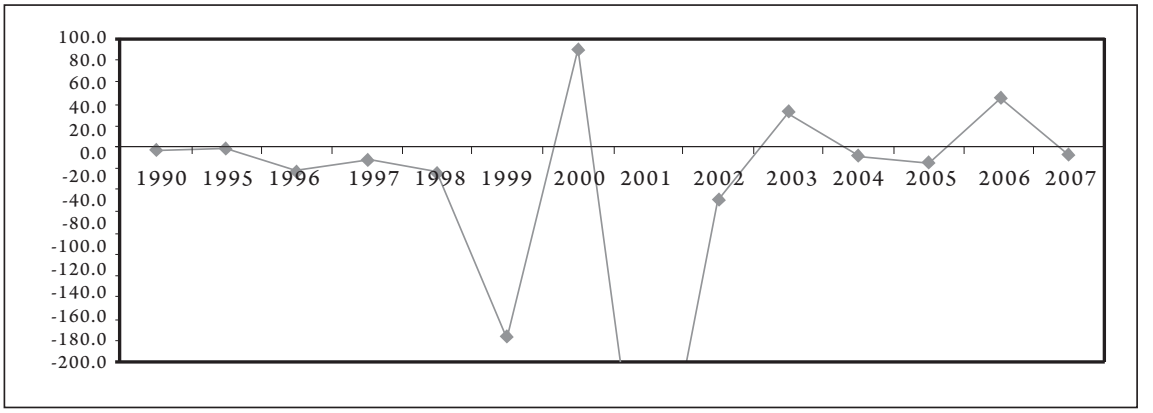
- Việc tài trợ bằng nợ đã tạo nên phần lớn các luồng vốn đi vào do đó, các chi phí tài trợ thâm hụt cán cân vốn có thể tăng;
- Các luồng FDI thường kéo theo các khoản vay thương mại lớn;
  Hiệu quả sử dụng vốn, đặc biệt là trong khu vực công cộng, là thấp. Thêm vào đó, việc phát hành trái phiếu Chính phủ trên thị trường quốc tế cho các DNNN vay luôn kèm theo vấn đề rủi ro đạo đức;
- Các sai sót và điều chỉnh trong BOP phần nhiều là do lỗi thống kê đã phản ánh những thiếu sót trong việc kiểm soát các dòng vốn ngắn hạn (Hình 17). Thêm vào đó, ở một mức độ nào đó, nó cũng làm giảm tỷ trọng thương mại của Việt Nam.

---

[15] Ví dụ, tiền gửi không phải chịu thuế và có thể rút bằng ngoại tệ

[16] Xem phụ lục B để có thêm chi tiết về BOP của Việt Nam

Hình 17. Các sai sót và điều chỉnh trong BOP của Việt Nam (% số dư tài khoản vốn)



Nguồn: Tính toán từ Phụ lục B.

Như đã đề cập từ trước, sự gia tăng của các luồng vốn, đặc biệt trong giai đoạn 2006-2007, đi kèm với sự mở rộng tín dụng trong nước, lạm phát và giá trị tài sản tăng cao. Tuy nhiên ở một mức độ nhất định, kết quả lại phụ thuộc vào phản ứng từ các chính sách kinh tế vĩ mô quan trọng.

4. Các vấn đề tài chính chủ yếu và phản ứng từ các chính sách hiện nay

Bất chấp khả năng giữ vững được tốc độ tăng trưởng cao trong trung hạn, khả năng bị tổn thương của sự tăng trưởng kinh tế và các hệ thống tài chính vẫn còn tồn tại ở Việt Nam. Có một số lý do cho vấn đề đáng quan tâm này. Trong một phạm vi nhất định, nền kinh tế Việt Nam vẫn dựa nhiều vào các nguồn lực đầu tư nước ngoài để che lấp thiếu hụt giữa đầu tư - tiết kiệm. Trong khi đó, khả năng thị trường nội địa hấp thụ một cách có hiệu quả các nguồn lực này là khá hạn chế và nền kinh tế phụ thuộc khá lớn vào hệ thống ngân hàng vẫn còn tương đối yếu kém. Hơn nữa, nền kinh tế có thể phải chịu sóng gió bởi các cú sốc về thương mại và dòng vốn quốc tế hay một cuộc suy thoái kinh tế.

Hệ thống ngân hàng

Vấn đề đầu tiên liên quan tới những khoản cho vay không còn hiệu quả (NPL) của ngành ngân hàng. Điều này đã giảm đáng kể trong những năm gần đây nhưng tính bền vững của chất lượng các khoản vay trong tương lai vẫn rất đáng nghi ngờ. Một vài nhân tố có thể làm tăng các khoản NPL tương lai. Hiệu quả đầu tư của DNNN và đầu tư công cộng thấp, và mâu thuẫn về quyền lợi phát sinh liên quan tới việc đi vay phát hành trái phiếu của các DNNN có thể dẫn tới việc

người vay mất khả năng thanh toán. Thêm nữa, rủi ro đi kèm với các khoản vay liên quan tới thị trường bất động sản và thị trường chứng khoán là một khả năng khá lớn đối với các NHTMCP trong bối cảnh lạm phát cao và cơn sốt tài sản.

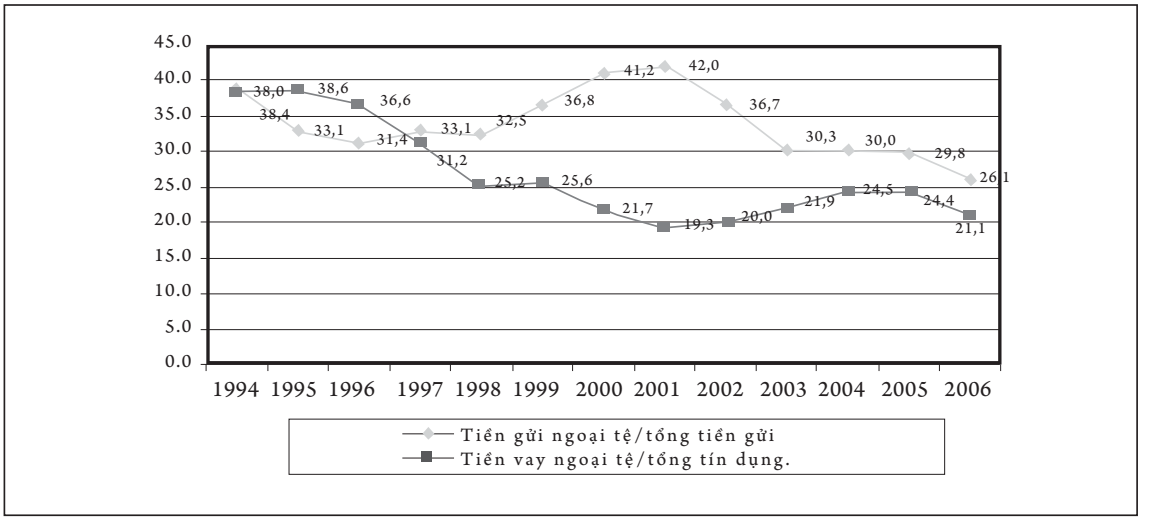
Tất nhiên, một trong những giải pháp quan trọng cùng với tái cơ cấu hệ thống ngân hàng là cải cách khu vực DNNN. Từ năm 2005, cải cách DNNN đã thay đổi một cách đáng kể về bản chất, tập trung vào các DNNN lớn đã cổ phần hoá thành công và được niêm yết trên thị trường chứng khoán. Một vài tập đoàn kinh doanh nhà nước được thành lập, hy vọng sẽ nâng cao khả năng cạnh tranh trong môi trường mới và thị trường quốc tế nhờ tăng hiệu quả kinh doanh và năng lực quản lý. Lúc đầu, sự chuyển đổi các DNNN chỉ là thử nghiệm; tuy nhiên sau đó đã lan sang hầu hết các DNNN và họ tham gia vào rất nhiều hoạt động kinh doanh khác nhau, kể cả hoạt động tài chính. Cũng đã có những lo lắng về sự minh bạch của quá trình cải cách các DNNN và việc quản lý rủi ro của các tập đoàn kinh doanh này.

Ngành ngân hàng còn phải đối mặt với sự mất cân đối đã kéo dài trong suốt một thời gian (mất cân đối về kỳ hạn và tiền tệ). Thông thường, tiền gửi ngắn hạn chiếm khoảng 75% tổng tiền gửi, tuy nhiên tỉ lệ các khoản vay trung và dài hạn trong tổng tín dụng tăng từ 22% năm 1995 lên khoảng 40% trong những năm gần đây (con số này cao hơn nhiều đối với các NHTMCP trong năm 2007). Cùng thời gian đó, các ngân hàng thương mại chỉ được phép sử dụng khoảng 25-30% tiền gửi ngắn hạn để làm các khoản vay trung và dài hạn. Những rủi ro này dường như đã được thổi phồng khi xuất hiện cho vay trực tiếp và mâu thuẫn phát sinh, đặc biệt là khi liên quan tới các khoản vay để mua bất động sản đáng ngờ và các dự án lớn khác.

Mất cân đối về tiền tệ diễn ra khốc liệt nhất trong giai đoạn 1999-2002 do tiền gửi bằng ngoại tệ giảm mạnh còn các khoản vay bằng ngoại tệ thì lại tăng mạnh, tương ứng tỉ lệ tiền gửi bằng ngoại tệ trên tổng tiền gửi và tổng dư nợ (Hình 18). Chênh lệch này đã được thu hẹp, tuy nhiên vẫn còn có vấn đề do sự nhạy cảm của mất cân đối về tiền tệ đối với biến động của tỉ giá hối đoái và lãi suất, đặc biệt trong bối cảnh đôla hoá ở cấp độ khá cao.[17] NHNNVN đã cố gắng ngăn chặn đôla hoá. Tuy nhiên, đây không phải là một nhiệm vụ dễ dàng vì một số chính sách mâu thuẫn nhau vẫn đang cùng có hiệu lực (ví dụ như các chính sách khuyến khích chuyển tiền) và trong bối cảnh vẫn đang có các dòng vốn chảy vào.

[17] Tính bằng tỉ lệ tiền gửi ngoại tệ trên tổng phương tiện thanh toán, đôla hoá ở Việt Nam vẫn giữ ổn định ở mức 20-23% vào giữa những năm 90. Xu hướng này bắt đầu tăng vào năm 1997 đạt được mức cao nhất là 31,7% vào năm 2001, trước khi giảm xuống 24,4% vào năm 2005 và dưới 20% vào năm 2007

Hình 18. Tỉ lệ tiền gửi ngoại tệ trên tổng tiền gửi và vay nợ ngoại tệ trên tổng tín dụng



Nguồn: NHNNVN và tính toán của tác giả.

Vấn đề nhất quán trong chính sách kinh tế vĩ mô nên được xem xét một cách rõ ràng hơn. Theo Johnstion và Otker-Robe (1999), sự nhất quán giữa các chính sách tiền tệ và tỉ giá hối đoái là có thể đạt được, vì mối quan hệ giữa tỉ giá hối đoái và lãi suất tại thời điểm và tính bền vững của sự kết hợp giữa các chính sách này qua thời gian. Sự nhất quán tại thời điểm có thể được thể hiện tốt nhất bởi các điều kiện đảm bảo hay không đảm bảo ngang giá lãi suất (CIP và UIP).[18] Hai chỉ tiêu ngang giá này thể hiện mối quan hệ phụ thuộc lẫn nhau giữa lãi suất trong nước và tỷ giá hối đoái tại một thời điểm, khi các nhà đầu tư quan tâm tới lợi nhuận khác nhau từ những tài sản tài chính khác nhau nhằm tối đa hoá lợi nhuận từ danh mục đầu tư của mình. Sự nhất quán về chính sách qua thời gian sẽ xác định tính bền vững của sự pha trộn chính sách đã lựa chọn. Rủi ro và chi phí của kiểu thiếu nhất quán về chính sách này là sự thiếu hiệu quả của chính sách tiền tệ và khuyến khích các hoạt động đầu cơ. Điều này có thể được minh hoạ bởi hai nghiên cứu điển hình sau: sự tăng mạnh của đôla hoá trong suốt giai đoạn 1998-2001, và cuộc "khủng hoảng mini" giai đoạn 1996-1997 (Khung 3).

Tình hình hiện tại dường như được giữ ổn định do sự sút giảm của lãi suất USD và sự tăng lãi suất của VND (Bảng 16). VND trở nên hấp dẫn hơn USD (một lý do của sự giảm mức độ đôla hoá). Điều này góp phần khuyến khích đầu

[18] Phương trình CIP là: it,k = i*t,k + fd ; tại it,k và i*t,k là tỉ số doanh thu trên tài sản trong và ngoài nước có cùng kỳ hạn hoặc được xác định, không tính việc đơn vị của chúng là những tiền tệ khác nhau, và fd là chiết khấu kì hạn trên đồng nội tệ cho kì hạn này. UIP sẽ có tác dụng nếu các nhà đầu tư được coi là bàng quan với rủi ro, dự đoán được hình thành một cách hợp lý, và tỉ lệ mất giá dự đoán trong tương lai của đồng nội tệ (Δset,t+k) bằng điểm kỳ hạn: it,k = i*t,k +Δset,t+k

tư bằng VND – cơ sở cho hoạt động đầu tư bằng ngoại tệ như trái phiếu địa phương, thị trường bất động sản, thị trường vốn, vay ngoại tệ để nhập khẩu (đưa ra lãi suất cao và dự đoán sự ổn định/lên giá của tỷ giá danh nghĩa). Một số hình thức đầu tư có thể chính là đầu cơ.

Khung 3. Đôla hoá, Mất cân đối kép và Các hoạt động đầu cơ

Theo các điều kiện của thuyết UIP, có thể thấy rằng trong suốt giai đoạn 1997-2001, trong điều kiện tỉ giá hối đoái sụt giảm nhiều hơn so với lãi suất VND, công chúng sẽ chuyển sang đầu tư bằng USD (Bảng 16). Đó là riêng trường hợp năm 2000 khi FED tăng lãi suất cơ bản lên mức cao. Do việc kiểm soát vốn, các ngân hàng thương mại cố gắng thu hút tiền gửi ngoại tệ để gửi tiền ở nước ngoài nhằm hưởng chênh lệch lãi suất. Tiền gửi nước ngoài tăng một cách ấn tượng, từ 537 triệu USD năm 1998 lên 2,088 tỉ USD năm 2000 và 1,197 tỉ năm 2001 (Phụ lục B). Nói cách khác, sự nhất quán trong chính sách kinh tế vĩ mô ủng hộ việc giữ USD là yếu tố cơ sở quyết định chính của hiện tượng đôla hoá mạnh giai đoạn 1999-2001, và trong những trường hợp nhất định việc này khuyến khích các ngân hàng thương mại đầu cơ tăng giá tiền tệ hơn là tập trung vào đầu tư có hiệu quả.

Cuộc khủng hoảng nhỏ giai đoạn 1996-1997 là một minh hoạ khác cho mối nguy hiểm của chính sách kinh tế vĩ mô thiếu đồng bộ và vấn đề mất cân đối kép (Võ *và những người khác* 2003). Năm 1996 lãi suất VND rất cao đã thu hút lượng tiền gửi ngân hàng tăng đáng kể, trong khi tín dụng lại khó phát triển do lãi suất cho vay cao và việc điều chỉnh thắt chặt hạn mức tín dụng. Dự trữ trong các ngân hàng thương mại tăng đáng kể và nhiều ngân hàng còn có dự phòng vượt mức (một số ngân hàng thậm chí còn không nhận thêm tiền gửi). Việc này đã tạo thêm động lực khuyến khích các ngân hàng vượt ra khỏi sự kiểm soát của chính phủ. Việc phát hành thư tín dụng (LC) là một cách né tránh vì tính đến thời điểm đó các LC không được tính trong hạn mức tín dụng. Các LC được coi như một hoạt động ngoài bảng cân đối kế toán của ngân hàng, tạo sự mờ ảo trên bảng cân đối kế toán của các ngân hàng.

Các doanh nghiệp cũng cố gắng tránh việc điều chỉnh giới hạn vay ngoại tệ (chỉ các nhà nhập khẩu và liên quan đến nhập khẩu khác có thể nhận các khoản vay bằng ngoại tệ). Mặc dù vào thời điểm đó Việt Nam đã áp đặt việc hạn chế nhất định CA và KA, nhưng các luồng ngân quĩ từ nước ngoài thông qua thanh toán trả dần theo LC nằm ngoài những hạn chế đó.

Bảng 16. Lãi suất tiết kiệm hàng năm của USD và VND, 1992 - 2007 (%)

năm	CPI lạm phát cơ bản	tỷ lệ giảm giá VND	Lãi suất tiết kiệm VND	Lãi suất tiết kiệm VND	Doanh thu VND tính theo USD	Lãi suất tiết kiệm USD	Chênh lệch tỷ lệ
	0	1	2	(3)=(2)-0	(4) = (2)-1	5	(6)=(4)-(5)
1992	17,5	-8,13	34,10	16,60	42,23	4,05	38,18
1993	5,2	2,62	20,40	15,20	1778	3,20	14,58
1994	14,5	1,92	16,80	2,30	14,88	3,50	11,38
1995	12,7	-0,33	16,80	4,10	17,13	4,50	12,63
1996	4,5	0,33	9,60	5,10	9,27	4,80	4,47
1997	3,6	11,57	9,60	6,00	-1,97	5,00	-6,97
1998	9,2	12,70	9,60	0,40	-3,10	5,00	-8,10
1999	0,1	0,89	5,25	5,15	4,36	4,70	-0,34
2000	-0,6	3,54	4,45	5,05	0,91	4,43	-3,52
2001	0,8	3,90	5,95	2,15	2,05	3,00	0
2002	0,95	4,0	2,11	7,20	3,20	5,09	2,50
2003	3,0	2,20	7,40	4,40	5,20	2,50	2,70
2004	9,4	0,040	7,70	-1,70	7,30	2,60	4,70
2005	8,4	0,90	8,40	0,00	7,50	4,20	3,30
2006	6,7	0,87	8,80	2,10	7,93	4,70	3,23
2007	12,6	-0,20	9,10	-3,50	9,30	5,00	4,30

Lưu ý: cuối chu kỳ tỷ giá được sử dụng để tính toán tỷ lệ khấu hao.

Nguồn: Nguyễn (2002) cho thời điểm tính đến năm 2001và kết quả tính toán của tác giả cho giai đoạn 2002 - 2007

Các doanh nghiệp trong nước được các ngân hàng thương mại bảo lãnh các khoản vay thương mại bằng LC trả dần. Trên thực tế, điều này tương đương với việc các doanh nghiệp vay các khoản vay ngoại tệ ngắn hạn từ nước ngoài thông qua các ngân hàng thương mại trong nước. Hơn nữa, trong một môi trường với lãi suất VND rất cao và các khoản vay ngoại tệ bị hạn chế, nhưng với tỉ giá hối đoái ổn định và cứng nhắc như một cách đảm bảo ngầm của chính phủ ngăn chặn rủi ro ngoại hối, nên đương nhiên có một sự khích lệ lớn cho các doanh nghiệp trong nước vay nợ từ nước ngoài. Do đó cả các ngân hàng thương mại và các doanh nghiệp đều có động lực cho vay và vay qua các LC.

Kết quả là, các doanh nghiệp trong nước (cả DNNN và doanh nghiệp tư nhân) vay một khối lượng lớn các khoản vay bằng USD ngắn hạn. Dư nợ của các LC ước tính đã tích luỹ được đến 1,5 tỉ USD tính đến đầu năm 1997. Các luồng tiền ròng từ nợ ngắn hạn tăng đáng kể, từ khoảng 120 triệu USD năm 1993 và 1994 lên 311 triệu USD năm 1995 và 224 triệu USD năm 1996. Con số này càng trở nên lớn hơn vào năm 1997.

Hậu quả thật nghiêm trọng. Thứ nhất, nó làm mức độ thâm hụt CA đến mức đáng báo động (Phụ lục B). Thứ hai, phần lớn các khoản vay ngắn hạn được chuyển vào thị trường đầu cơ bất động sản, dẫn tới một sự bùng nổ thị trường bất động sản. Nhưng sau đó thị trường đi xuống, vào đầu năm 1997, khi các doanh nghiệp đó không thể trả nổi các khoản nợ. Thứ ba, nó làm suy yếu hệ thống ngân hàng và toàn bộ khu vực tài chính. Khoảng 40% các LC (tương đương 3% GDP) được các ngân hàng thương mại đảm bảo đã trở thành các khoản nợ xấu.

Kết quả là, các NHTMNN và một số NHTMCP khác không trả các khoản nợ ngắn hạn được đảm bảo trên, dẫn tới mối lo về mức dự trữ ngoại hối và khả năng của Việt Nam không thực hiện được các cam kết tài chính quốc tế. NHNNVN phải dùng tới dự trữ ngoại tệ để bảo lãnh cho các ngân hàng thương mại này. Ước tính khối lượng dự trữ ngoại tệ giảm tính đến khoảng 5 tuần nhập khẩu. Xếp hạng tín dụng của Việt Nam bị hạ thấp từ BB xuống C.

Hơn nữa, sự thiếu tránh nhiệm của các ngân hàng đã làm giảm hiệu quả của chính sách tiền tệ do công cụ kiểm soát trực tiếp đã không còn tác dụng, làm sai lệch mức cung tiền. Thêm nữa, việc này tạo áp lực lên tỉ giá hối đoái. Do sự tăng mạnh về nhu cầu ngoại hối vào cuối năm 1996 và đầu năm 1997, NHNNVN đã mở rộng biên độ giữa tỉ lệ bán và mua ngoại hối từ 1% đến 5% vào tháng 1 năm 1997. Hơn thế nữa, giữa năm 1997, NHNNVN đã đặt ra các giới hạn chặt chẽ về khối lượng LC trả chậm và kiểm soát chặt nghiệp vụ bảo lãnh LC của các ngân hàng thương mại. Với các mặt hàng nhập khẩu trên danh mục hàng hoá hạn chế nhập khẩu, mức kỹ quĩ được đưa ra là tương đương 80% mỗi LC thay vì mức 0-30% như trước. Kết quả là, trong nửa năm cuối 1998, giá trị thanh toán LC chậm giảm từ khoảng 350 triệu USD xuống 200 triệu USD vào cuối năm 1998.

Một vấn đề khác phát sinh là khả năng quản lý ở cả tầm vi mô và vĩ mô không thể tiến kịp qui mô phát triển mới của khu vực ngân hàng. Trên thực tế, vẫn còn những yếu kém trong ngành ngân hàng cũng như yếu kém trong khả năng tài chính của các ngân hàng thương mại (CAR thấp, dự trữ thấp và chất lượng các

khoản vay cũng thấp) và quản lý rủi ro kém. Theo một khảo sát của Ernst & Young, việc áp dụng của các ngân hàng có đến 19/25 nguyên tắc (3/25) không hoàn toàn tuân theo Các qui tắc cơ bản BASEL (Nguyễn 2007). Hơn nữa, việc kém phát triển của hành lang pháp lý cùng với khả năng quản lý và kiểm soát hạn chế của các cơ quan chính, NHNNVN, Bộ tài chính và Ủy ban chứng khoán nhà nước, khiến cho các hoạt động ngân hàng kém minh bạch và dễ bị đổ vỡ hơn. Như Võ *và những người khác* (2007) đã đề cập,

Hệ thống ngân hàng Việt Nam vẫn có thể đổ vỡ do khả năng giám sát, kiểm soát và quản lý còn hạn chế. Giám sát và kiểm soát tại chỗ là một trở ngại lớn do nguồn nhân lực không đáp ứng được. Trong khi đó, giám sát từ xa không thể đáp ứng yêu cầu hiện nay về thu nhận và xử lý thông tin. Giám sát cho vay cũng chưa bao quát hết được tất cả các tổ chức tài chính liên quan tới tín dụng do thiếu sự hợp tác hiệu quả giữa các cơ quan có thẩm quyền và việc quản lý hệ thống tài chính dựa vào tổ chức vẫn luôn tồn tại. Các hoạt động và chuẩn mực quốc tế mới được chấp nhận gần đây; tuy nhiên các chuẩn mực quản lý ngân hàng thường vẫn chưa đáp ứng được sự giám sát của CAMEL và BASEL.

NHNNVN hiện nay vẫn đang tiến hành những cải cách triệt để nhằm trở thành một ngân hàng trung ương hiện đại, tương đối độc lập. Chính phủ cũng bắt đầu cải cách hệ thống giám sát hoàn toàn nhằm thiết lập một hệ thống giám sát riêng lẻ mới như FSA (Financial Service Authorities) tại Vương quốc Anh.

Thị trường cổ phiếu và trái phiếu

Trong suốt thời kỳ bùng nổ thị trường cổ phiếu, mối quan tâm lớn nhất của các nhà lãnh đạo Việt Nam chính là làm thế nào để kiểm soát các hoạt động đầu cơ đang khiến cho thị trường chứng khoán không ổn định và cùng với đó, là làm thế nào để thu hút những khoản đầu tư dài hạn vì sự phát triển của toàn bộ nền kinh tế. Đối mặt với những thử thách như vậy, tháng 12 năm 2006, SSC đã liên tục cảnh báo các nhà đầu tư về những rủi ro song hành với sự nóng lên quá mức của thị trường đang phát triển, cùng với đó là những biện pháp kiềm chế các khoản vay ngân hàng đang đổ vào các công ty chứng khoán. Trong vòng vài ngày, SSC công bố sáu biện pháp tăng cường điều chỉnh giá và kiểm soát hoạt động của thị trường chứng khoán, bao gồm: (i) tạm hoãn việc nâng mức cổ phần tối đa của các nhà đầu tư nước ngoài trong các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán như đã cam kết; (ii) hợp tác với NHNNVN kiểm soát việc cho vay đầu tư vào chứng khoán, các giao dịch mua lại và các giao dịch khác liên quan tới việc cầm cố chứng khoán của các ngân hàng thương mại; (iii) kiểm tra các công ty chứng khoán được cho là phân biệt đối xử giữa các khách hàng và/hay lạm dụng thông tin; (iv) yêu cầu các công ty được niêm yết phải công khai các kết quả hoạt động kinh doanh và tài chính trong năm 2006 cho các nhà đầu tư khi có những

thay đổi thích hợp trên thị trường; (v) đăng ký lại các văn phòng đại diện của các quĩ đầu tư nước ngoài tại Việt Nam; và (vi) phát triển việc công bố thông tin để các nhà đầu tư có thể đưa ra các quyết định đầu tư tốt hơn sau khi đã nhận được thông tin chính xác, toàn diện.

Tuy nhiên, hoạt động của thị trường chứng khoán lại chứng minh rằng các biện pháp chính sách như vậy không thực sự hiệu quả lắm. Chưa có dấu hiệu rõ ràng nào của sự giảm nhiệt cơn sốt này (Hình 9). Để bảo vệ sự ổn định của hệ thống ngân hàng nói riêng và toàn bộ hệ thống tài chính nói chung, với nỗi lo rằng các khoản vay cầm cố chứng khoán có thể sẽ trở thành NPL, vào tháng 4 năm 2007, NHNNVN đã quyết định đưa ra giới hạn mức trần 3% trên tổng cho vay cầm cố chứng khoán (Nghị định 03/QD-NHNN). Chỉ số VN-Index sau đó đã dao động với chiều hướng ngày càng giảm.

Sự phát triển của thị trường chứng khoán tại Việt Nam đương nhiên phụ thuộc rất nhiều vào quá trình cải cách các DNNN. Để nhận biết rõ vấn đề này, Chính phủ đã tập trung cải cách các DNNN lớn với kế hoạch hành động cụ thể. Theo một kế hoạch được thông báo ra công chúng, hiện nay có khoảng 2.100 DNNN, 1.500 trong số đó đang hoặc sẽ cổ phần hoá trong giai đoạn 2006-2010. Thông báo này cũng đề nghị đóng cửa 80 doanh nghiệp và các công ty lớn sẽ đưa ra công chúng. Thêm vào đó, 550 DNNN đã được cổ phần hoá vào năm 2007. Tuy nhiên, năm 2007, chỉ có 65% trong số các DNNN này cổ phần hoá thành công. Khi các chỉ số của thị trường chứng khoán giảm, chính phủ đã theo dõi sự đánh đổi giữa thặng dư vốn có thể có được do phát hành lần đầu ra công chúng (IPO) và việc thi hành lịch trình cải cách đã cam kết của các DNNN. Đến lượt nó, điều này tạo nên một sự mất cân bằng nghiêm trọng trong thị trường chứng khoán. Với việc phát hành IPO của một vài doanh nghiệp nhà nước lớn (ví dụ Đạm Phú Mỹ, Công ty bảo hiểm Việt Nam Bảo Việt, và Vietcombank), sự nhạy cảm của thị trường chính là điều chính phủ lo lắng về việc tạo ra thặng dư vốn cao hơn từ những IPO như vậy.

Hơn nữa, cũng có nhiều vấn đề cần quan tâm liên quan đến vai trò của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước (SCIC), được thành lập năm 2005 gần như theo mô hình của Singaporean Temasek. Mục đích của SCIC là xoá bỏ các mâu thuẫn về lợi ích liên quan trực tiếp tới các bộ hay các tỉnh và tìm ra cách sử dụng vốn nhà nước tổng thể và hiệu quả hơn thông qua việc đa dạng hoá cổ phiếu của nhà nước tại các công ty này, bao gồm cả bán tối đa phần vốn nhà nước tại doanh nghiệp, và tìm kiếm đối tác chiến lược. SCIC cũng xác định sẽ tăng tính minh bạch khi sử dụng vốn nhà nước, bao gồm cả trong các hoạt động của các tổ chức được trao quyền. Mặc dù SCIC là tổ chức hoạt động nhằm mục đích lợi nhuận, nhưng liệu có thể trở thành một công cụ thị trường hay không. Các rủi

ro do mối quan hệ giữa chủ thể - người đại diện có thể phát sinh nếu không có sự kiểm soát hiệu quả đối với SCIC và SCIC không có đủ kinh nghiệm trong việc giải quyết các hoạt động tài chính phức tạp (xem thêm về SCIC trong Khung 4).

Khung 4. Vai trò của SCIC

SCIC bắt đầu hoạt từ tháng 8 năm 2006 để quản lý cổ phần của nhà nước trong các DNNN đã cổ phần hoá. Các công ty quan trọng trong danh mục này bao gồm VinaMilk, Pacific Airlines, FPT, và Bảo Minh. Đến cuối tháng 3 năm 2007, SCIC được chuyển giao quyền sở hữu từ 433 DNNN đã cổ phần hoá với tổng giá trị trên sổ sách khoảng 3,4 nghìn tỉ đồng. Đến cuối năm 2007, SCIC dự tính sẽ được chuyển giao quyền sở hữu 1.033 doanh nghiệp, không tính các ngân hàng, trong đó nhà nước nắm giữ 7,2 nghìn tỉ theo giá trị trên sổ sách và giá trị thị trường ước tính là 36 nghìn tỉ đồng.

SCIC xếp hạng các DNNN đã cổ phần hoá thành 3 nhóm, A, B, và C. Họ tập trung vào đẩy mạnh hoặc tái cơ cấu các doanh nghiệp Nhóm A, các công ty hoạt động trong các lĩnh vực chiến lược đối với nền kinh tế. Các doanh nghiệp nhóm B có tiềm năng tốt sẽ được ủng hộ để niêm yết trên thị trường chứng khoán. Nhóm C bao gồm các công ty mà ở đó nhà nước không cần phải đầu tư trong dài hạn. SCIC sẽ bán dần cổ phần của nhà nước tại các công ty trong nhóm này. Năm 2007, họ có kế hoạch bán cổ phần tại 50 công ty với tổng giá trị trên sổ sách khoảng 227 tỉ đồng (14,2 triệu USD).

Một vấn đề cần được làm rõ đó là vai trò của SCIC trong mối quan hệ với các tổng công ty hay tập đoàn kinh tế hoạt động dưới hình thức công ty mẹ - công ty con. Hiện nay, cũng có thể nhận thấy rằng SCIC sẽ nhận được quyền sở hữu đối với từng trường hợp cụ thể. Theo báo cáo, với hai ngân hàng được cổ phần hoá cuối năm ngoái, Vietcombank và MHB, họ đã được Thủ tướng Chính phủ chỉ đạo để bàn giao quyền sở hữu.

Nguồn: World Bank (2007).

Cho tới nay, phản ứng chính sách đối với việc phát triển một thị trường trái phiếu hiệu quả là một quá trình khá dài, vẫn còn thiếu sót và không phù hợp. Thị trường cổ phiếu có thể tồn tại khi thị trường trái phiếu kém phát triển. Thị trường trái phiếu tại Việt Nam vẫn còn rất khiêm tốn và thiếu các yếu tố cấu thành quan trọng dưới đây [19]:

[19] Ví dụ xem APF and ADBI (2001), và Jeffrey and Pomerleano (2002).

- Một hành lang pháp lý tốt với hiệu quả của hệ thống toà án;
- Thông tin có chất lượng cao tuân theo các chuẩn mực kế toán và công bố thông tin một cách nghiêm túc, chặt chẽ;
- Hình thành các tổ chức xếp hạng rủi ro và công bố thông tin một cách độc lập;
- Một hệ thống thanh toán bù trừ hiệu quả và đáng tin cậy;
- Một số hình thức ưu đãi về thuế trong thời kỳ phát triển đầu tiên.

Hơn nữa, thị trường trái phiếu ở Việt Nam gần như vẫn bị chi phối bởi trái phiếu chính phủ. Tuy nhiên, tăng cường vai trò của Chính phủ như một tổ chức phát hành trên thị trường sơ cấp vẫn là một việc làm cần thiết.

Cùng với mở cửa nền kinh tế, việc hội nhập toàn diện vào thị trường trái phiếu khu vực và quốc tế là không thể tránh được. Việt Nam đã tham gia hợp tác tài chính khu vực ở tất cả các qui mô, bao gồm hệ thống giám sát khu vực, Sáng kiến Chiang Mai (CMI), phát triển thị trường trái phiếu khu vực, hợp tác tỷ giá và chính sách tiền tệ. Tuy nhiên, hiệu quả của những sự hợp tác như vậy rất hạn chế và đương nhiên phụ thuộc rất nhiều vào việc liệu nước ta có thể phát triển hiệu quả thị trường trái phiếu trong nước hay không. Thực tế hợp tác trong liên kết thị trường chứng khoán ASEAN và trong thị trường chứng khoán khu vực chủ yếu vẫn còn trên lý thuyết và chưa đi vào thực tế.

Các luồng vốn nước ngoài [20]

Việt Nam tiếp tục đi theo con đường đúng đắn nhằm thu hút FDI với môi trường đầu tư ngày càng tự do và trung lập. Hiện nay, Chính phủ đã chuyển hướng điều chỉnh thống nhất đầu tư trong và ngoài nước, mục tiêu là tạo ra một sân chơi bình đẳng cho các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài. Các cam kết với WTO, đặc biệt là các cam kết trong khu vực dịch vụ, khá sâu rộng và ưu tiên FDI. Tuy nhiên, những trở ngại chính vẫn tồn tại như tệ quan liêu và tham nhũng, hệ thống văn bản không đồng bộ, không thực sự rõ ràng và những thay đổi về chính sách không thể dự báo trước. Bước tiến chậm chạp hiện nay trong việc thực hiện FDI[21] đã bộc lộ những trở ngại chính trong thu hút FDI hiệu quả mà nguyên nhân là do những yếu kém trong cơ sở hạ tầng và thiếu nhân công có kĩ thuật.

Các dòng ODA là kết quả của việc phát triển từ một nhóm các cam kết giữa Chính phủ Việt Nam và hiệp hội các nhà tài trợ như trong Cam kết Hà Nội

[20] Nghị định 22/1999/ND-CP là văn bản pháp luật đầu tiên về các luồng vốn FDI. Từ đó đã có một vài sự nới lỏng các giao dịch và vay nợ ngoại hối cho mục đích đầu tư trực tiếp nước ngoài.

[21] FDI đã thực hiện trong tổng FDI cam kết năm 2006 và 2007 chỉ tương ứng 41,0% và 37,8%. Con số này thấp hơn nhiều so với năm 2005 (84,7%) và trung bình của giai đoạn 1988-2007 (52,7%).

(HCS) về tính hiệu quả của viện trợ (Bảng 17). Riêng trong năm 2006, Chính phủ ban hành Nghị định 131/2006/ND-CP (thay thế Nghị định 17/2001/ND-CP năm 2001) nhằm đẩy nhanh tốc độ phân quyền quản lý và sử dụng ODA, trao trách nhiệm đầy đủ cho các đơn vị thực hiện dự án trong việc đánh giá, chấp nhận và thực hiện các chương trình/dự án tài trợ bằng ODA. Tuy nhiên, một số thiếu sót trong lĩnh vực này như tính hiệu quả của các chương trình chống tham nhũng còn chưa cao và thiếu khả năng kiểm soát và quản lý, đặc biệt ở cấp địa phương, bắt buộc phải có những giải pháp toàn diện hơn. Cuối cùng nhưng không phải kém quan trọng nhất, các chương trình hợp tác giữa khu vực công cộng – tư nhân (PPP) rõ ràng và có hiệu quả hay không vẫn còn là một câu hỏi.

Liên quan đến các luồng đầu tư và thương mại trong tự do hoá dịch vụ, tài chính và thực hiện các cam kết WTO, các tổ chức nước ngoài (FIE) được phép chuyển sang các công ty nắm giữ cổ phần (từ năm 2004). Chính phủ cũng đưa ra hướng dẫn về việc người nước ngoài mua và bán chứng khoán tại sàn giao dịch. Hơn nữa, Quy định về quản lý ngoại hối ban hành tháng 12 năm 2005 cho phép các cá nhân được vay nợ nước ngoài và các thành phần kinh tế trong nước cho nước ngoài vay nếu họ đáp ứng được các yêu cầu cần thiết. Ngay sau đó đã xuất hiện một số vấn đề không thể kiểm soát nổi liên quan tới việc quản lý nợ nước ngoài. Kết quả là, NHNNVN đã phải trì hoãn việc ban hành Thông tư hướng dẫn việc thực hiện Quyết định. Đó là một sự phản ứng. Mặc dù cán cân vốn hiện nay tương đối cởi mở đối với các luồng vốn, Việt Nam vẫn cần phải xem xét cẩn thận hơn về việc tự do hoá hoàn toàn cán cân vốn cũng như cải thiện hệ thống kiểm soát tài chính.

Các chính sách kinh tế vĩ mô

Trong một nền kinh tế mở cửa cho các luồng vốn, *sự nhất quán về chính sách qua thời gian* đòi hỏi các nhà lãnh đạo phải vừa có các cam kết thật mạnh mẽ áp

Bảng 17. Các nguyên tắc trọng tâm của Cam kết Hà Nội

Chủ sở hữu	Chính phủ là người lãnhd dạo/chủ sở hữu chương trình phát triển
Liên kết	Nhà tài trợ sử dụng các kế hoạch, hệ thống và các thủ tục của chính phủ trong phạm vi tốt nhất có thể:
Phối hợp	Nhà tài trợ và chính phủ phối hợp cùng nhau tìm cách phân phối viện trợ
Nghiệm thu kết quả	Chính phủ chấp nhận việc kiểm soát dựa trên kết quả, và nhà tài trợ sử dụng các khung kết quả của chính phủ bất cứ lúc nào có thể vì mục tiêu hiệu quả.
Tính chịu trách nhiệm giữa hai bên	Nhà tài trợ và chính phủ đồng ý cùng nhau chịu trách nhiệm để đạt hiệu quả giữa việc viện trợ.

Nguồn: PGAE (2005).

đặt một mức tỷ giá hối đoái cố định lại vừa phải theo đuổi một mức tỷ giá linh động. Tuy nhiên, hiệu quả của việc duy trì sự nhất quán trong chính sách kinh tế vĩ mô lại chịu sức ép của "Bộ ba bất khả thi" hay "tam bất khả thi" quen thuộc, biểu thị việc không thể cùng tồn tại cả ba yếu tố ổn định tỉ giá hối đoái, sự di chuyển tự do của các luồng vốn quốc tế, và sự độc lập của chính sách tiền tệ.[22] Các nhà tạo lập chính sách có thể có một số chính sách kinh tế vĩ mô phản ứng lại các dòng vốn như lựa chọn, linh động trong việc nâng giá tỉ giá hối đoái danh nghĩa/tỉ giá hối đoái linh hoạt, và chính sách tài khoá thắt chặt. Các giải pháp chính sách khác như tự do hoá các dòng vốn chảy ra, kiểm soát các dòng vốn vào, và tự do hoá thương mại cũng có thể được thực hiện. Tính hiệu quả của những chính sách này được trình bày trong Phụ lục C.

Phụ lục C chỉ ra rằng không một chính sách riêng lẻ nào là hoàn hảo để đối phó với một làn sóng các dòng vốn trong điều kiện phải đạt được cả mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô và tăng trưởng kinh tế. Sự linh động trong tỷ giá hối đoái và tăng giá nội tệ dường như là phản ứng hiệu quả nhất đối với các luồng vốn lớn bởi giúp tránh được những tác động bên ngoài trước những phản ứng chính sách khác. Nhưng nó cũng có thể tạo ra sự thiếu nhất quán trong chính sách mà điều này phụ thuộc rất nhiều vào các điều kiện bên ngoài, như vị thế của ngoại tệ mà đồng nội tệ đang gắn vào. Dần dần điều đó sẽ tạo điều kiện cho các dòng vốn ngắn hạn đầu cơ. Sự lựa chọn này thường tốn kém và không hiệu quả, tuy nhiên vẫn là phương pháp được sử dụng rộng rãi nhất vì các nhà tạo lập chính sách thường phải miễn cưỡng tăng tỉ giá hối đoái do lo sợ bị mất khả năng cạnh tranh trong xuất khẩu và kết quả là tốc độ tăng trưởng kinh tế thấp hơn. Chính sách tài khoá thắt chặt có thể là một lựa chọn tốt, tuy nhiên sẽ phải đối mặt với những hạn chế, đặc biệt trên giác độ tiếp nhận và thực hiện. Hơn nữa, điều này có thể dẫn tới đầu tư ít hơn và do vậy, là một tốc độ tăng trưởng kinh tế thấp hơn nếu đầu tư công vẫn chiếm một phần lớn trong tổng đầu tư.

Hiện nay, việc điều tiết chính sách tiền tệ của NHNNVN tỏ ra khá phức tạp vì phải đối mặt với hai vấn đề được gọi là sự thiếu nhất quán trong chính sách kinh tế vĩ mô (Bảng 16) và "tam bất khả thi" do các luồng vốn tăng nhanh, đặc biệt trong năm 2007. NHNNVN đã phải cân bằng giữa sự ổn định tỉ giá hối đoái và chính sách lạm phát. Về cơ bản có hai tranh cãi chính dẫn tới tình thế tiến thoái lưỡng nan mà NHNNVN đang phải đối mặt. Đầu tiên là việc tăng tỷ giá có thể làm ảnh hưởng tới xuất khẩu và tốc độ tăng trưởng kinh tế; tuy nhiên dựa trên

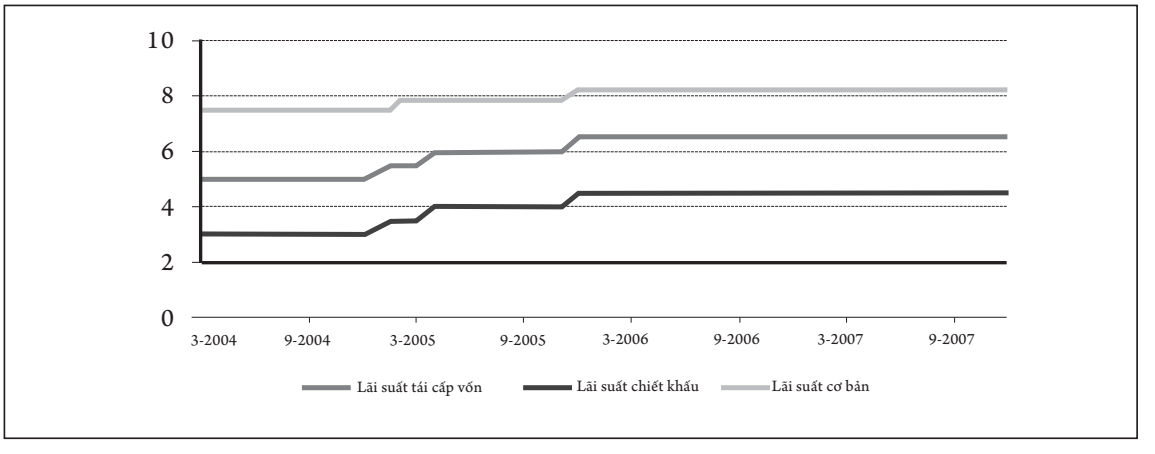
[22] Nếu một nước cố gắng đạt được sự ổn đinh về tỷ giá và sự độc lập về tiền tệ, họ cần đưa ra những biện pháp kiểm soát về vốn. Nếu họ cố gắng hội nhập đầy đủ về tài chính và độc lập về tiền tệ, họ phải chấp nhận chính sách tỷ giá thả nổi. Nếu họ cố gắng đạt được sự ổn định về tỷ giá và hội nhập tài chính đầy đủ, thì mức tỷ giá cố định rất chặt chẽ như một hệ thống mở rộng tiền tệ hay một liên minh tiền tệ có thể được xem xét

kinh nghiệm lịch sử, NHNNVN đã theo đuổi một chính sách giảm giá VND xuống khá thấp nhằm phát triển xuất khẩu. Thứ hai là việc để VND tự tăng giá dường như là đồng nhất với các nguyên tắc kinh tế vĩ mô và quản lý ngoại hối của nhiều nền kinh tế Đông Á và thêm vào đó, đó có thể là một dấu hiệu cho nền kinh tế rằng VND không còn chỉ luôn bị giảm giá (JP Morgan 2007). Vậy trên thực tế đâu là lựa chọn của NHNNVN?

Thông thường, NHNNVN và chính phủ quan tâm nhiều hơn tới tác động tiêu cực có thể xảy ra của việc giảm xuất khẩu và sự xuống dốc của tăng trưởng kinh tế. Vào tháng 1 năm 2007, NHNNVN đã mở rộng giới hạn lãi suất VND/USD từ ± 0,25% lên ±0,5% dao động quanh lãi suất tham chiếu hàng ngày. Lãi suất VND/USD chỉ nâng 0,2% trên danh nghĩa trong cả năm 2007. Cùng thời điểm đó, NHNNVN giữ nguyên tất cả các mức lãi suất chính thức như lãi suất tái cấp vốn, lãi suất chiết khấu và các lãi suất cơ bản kể từ đầu năm 2006 nhằm đưa ra một dấu hiệu ổn định cho thị trường (Hình 19), mặc dù lãi suất được các ngân hàng thương mại đưa ra đều tăng nhẹ (Bảng 16). Trong khi đang ổn định tỷ giá hối đoái danh nghĩa, NHNNVN cũng nhanh chóng tích luỹ dự trữ ngoại hối, đã tăng từ 11,5 tỉ USD năm 2006 lên 23 tỉ USD cuối năm 2007.

Do lạm phát tăng cao trong nửa đầu năm 2007,[23] NHNNVN chỉ cố gắng thanh lọc tính thanh khoản quá mức thông qua nghiệp vụ thị trường mở (OMO) và yêu cầu tăng dự trữ. Theo báo cáo, NHNNVN đã đều đặn rút bớt tiền từ lưu thông tới 11.000-14.000 tỉ VND (688-875 triệu USD) mỗi tuần kể từ tháng 5

Hình 19. Điều hành lãi suất của NHNNVN (% Năm)



Nguồn: NHNNVN.

[23] Trong cả năm 2007, giá xăng dầu tăng bốn lần - vào các tháng 1, tháng 3, tháng 5 và tháng 11 và giảm một lần vào tháng 8. Kết quả là, giá/lít tăng từ 10.500 đồng lên 13.000 đồng (hay 23,8%).

năm 2007. Vào cuối năm, con số này đã tăng lên tới 15.000-16.500 tỉ VND (938-1.031 triệu USD) (Ngân hàng thế giới, 2007). Từ tháng 6 năm 2007, NHNNVN lại tăng yêu cầu dự trữ. Đối với tiền gửi bằng VND dưới 12 tháng, mức dự trữ bắt buộc tăng từ 5% lên 10%; với tiền gửi VND trên 12 tháng và dưới 24 tháng, từ 2% lên 4%. Tương tự, các tỉ lệ đối với tiền gửi ngoại tệ từ 8% lên 10% và từ 2% lên 4%.

Tuy nhiên sự thanh lọc thật thiếu hiệu quả và tốn kém (CIEM 2008). Cung tiền (cả tổng phương tiện thanh toán và tín dụng trong nước) tăng mạnh trong năm 2007 khi so với những năm trước đây kể từ năm 2003, vốn đã cao (Bảng 6). Tỉ lệ lạm phát tăng từ 9,4% năm 2004, 8,4% năm 2005 và 6,7% năm 2006, lên đến 12,6% năm 2007. Chính phủ đã nhận ra sự "lúng túng" của NHNNVN trong việc điều hành chính sách tiền tệ, vốn được coi là nguyên nhân chính của lạm phát ngày càng cao, cùng với nguyên nhân chi phí đẩy và cầu kéo. Thêm nữa, trong bối cảnh USD suy yếu và giá hàng hóa quốc tế ngày một tăng, việc giữ ổn định tỉ giá VND/USD danh nghĩa cũng đồng nghĩa với việc tiếp nhận đáng kể ảnh hưởng của lạm phát thế giới.

Để tỏ ra hiệu quả hơn trong điều tiết cung tiền, NHNNVN trong vài tháng gần đây đã đưa ra một số biện pháp chính sách:

- Tính đến cuối tháng 12 năm 2007, biên độ VND/USD được mở rộng lên ± 0,75% một cách thận trọng và kết quả là, tỉ lệ VND/USD danh nghĩa tăng thêm 0,3% qua hai tháng đầu của năm 2008;

  Tháng 1, hạn mức cho vay để đầu tư vào chứng khoán chuyển từ 3% tổng dư nợ thành 20% vốn điều lệ, điều này sẽ hạn chế sự phát triển tiềm năng của các loại hình tín dụng này;

- Từ ngày 1 tháng 2 năm 2008, yêu cầu tỉ lệ dự trữ bắt buộc đã tăng lên 11% (từ 10%) đối với tiền gửi dưới 12 tháng bằng VND và ngoại tệ, và lên 5% (từ 4%) đối với tiền gửi trên 12 tháng và dưới 24 tháng;

- Cũng từ 1 tháng 2 năm 2008, tất cả các lãi suất chính thức cũng tăng, từ 6,5% lên 7,5% đối với lãi suất tái cấp vốn, từ 4,5% lên 6,0% cho lãi suất chiết khấu, và từ 8,25% lên 8,75% với lãi suất cơ bản;

- Riêng trong tuần thứ hai của tháng 2 năm 2008, NHNNVN quyết định phát hành hối phiếu 365 ngày trước ngày 17 tháng 3 năm 2008 trị giá 20.300 tỉ VND với lãi suất coupon 7,8% và yêu cầu 41 ngân hàng thương mại mua.

Ngay trong những ngày tiếp theo, có thể nhận ra một số NHTMCP, những nơi đang gặp vấn đề về không cân đối vì một phần đáng kể các khoản vay trung và dài hạn (đầu tư vào thị trường bất động sản và tiêu dùng hàng hoá lâu bền), sẽ không có đủ thanh khoản để đáp ứng các chính sách mới. Thị trường liên ngân hàng trở nên nóng quá mức với lãi suất qua đêm là 25-30%. Kết quả của sự "khủng

hoảng thanh khoản" này là NHNNVN buộc phải bơm thêm 33.000 tỉ đồng. Tuy nhiên, các ngân hàng nhỏ đang trong tình cảnh khó khăn về điều kiện thanh khoản vì họ giữ các tín phiếu kho bạc/hối phiếu do NHNNVN phát hành. Họ tăng lãi suất tiền gửi bằng VND hàng năm lên 14,6% để huy động càng nhiều tiền gửi càng tốt. Cuộc đua lãi suất tiền gửi giữa các ngân hàng thương mại bắt đầu. Nó chỉ lắng xuống vào cuối tháng 2 năm 2008 khi NHNNVN trực tiếp yêu cầu tất cả các ngân hàng thương mại không được tăng lãi suất tiền gửi hàng năm lên trên 12% và hứa sẽ đáp ứng khả năng thanh khoản của hệ thống ngân hàng thông qua thị trường liên ngân hàng với các mức lãi suất hợp lý.

Sự khủng hoảng thanh khoản một lần nữa đặt ra câu hỏi cái giá phải trả sẽ là bao nhiêu nếu chính sách giữ sự ổn định tỷ giá hối đoái danh nghĩa vẫn cứ tiếp tục cùng tồn tại với sự chênh lệch kỳ hạn trong hệ thống ngân hàng hay thậm chí chỉ ở một vài ngân hàng thương mại (do khả năng kiểm soát yếu kém) và các hành động chính sách không thích hợp dẫn tới những sự thiếu nhất quán về chính sách kinh tế vĩ mô nghiêm trọng hơn. Thực tế là NHNNVN đã phải sử dụng tới một số biện pháp quản lý hành chính để kiểm soát những lĩnh vực có thể sẽ phải "trả giá" cao hơn do những bóp méo trong phân phối nguồn lực. Hành động này, mặc dù là tạm thời và cần thiết, nhưng cũng có thể coi là một bước lùi trong quá trình phát triển các công cụ tiền tệ.[24] Sự biến động của các biến số kinh tế vĩ mô trong hai tháng đầu năm 2008 sẽ làm cho các lựa chọn về chính sách trở nên phức tạp hơn. Lạm phát đã tăng hơn 6%.[25] Việc tăng lãi suất tiền gửi của các ngân hàng có thể giảm áp lực thanh khoản nhưng nó cũng tạo ra rủi ro cao hơn cho một số ngân hàng.

Chính sách tài khoá thắt chặt có thể là một cách ứng phó tốt đối với các dòng vốn đó. Nó bao gồm áp lực không được để xảy ra lạm phát và giảm áp lực lên việc nâng giá thực và làm tăng lãi suất. Tuy nhiên, cho đến nay, Việt Nam vẫn chưa có dự định thực sự nghiêm túc cho việc sử dụng chính sách tài khoá như một sự kết hợp với các chính sách tiền tệ và tỷ giá để đối phó với các luồng vốn vào. Trong một thời gian dài, chính sách tài khoá luôn tuân theo "qui tắc vàng", có nghĩa là ngân sách phải có tiết kiệm, ví dụ như tổng thu nhập phải cao hơn chi tiêu hiện tại (Bảng 18) và thâm hụt ngân sách không thể bù đắp bằng việc phát hành thêm tiền.

[24] Về cơ bản, NHNNVN tự do hoá lãi suất ngoại tệ và VND trong năm 2001 và 2002

[25] Lạm phát thường cao trong những tháng trước và sau Tết Nguyên Đán. Tuy nhiên lạm phát ở mức 6% vẫn còn là cao so với các tiêu chuẩn thông thường. Ảnh hưởng của hầu hết các công cụ tiền tệ hiện nay có thể sẽ được kiểm chứng sau này. Lưu ý rằng vào tháng 1, Chính phủ lại tăng lương cho viên chức lên 20% và cũng tăng giá xăng dầu từ 13.000 đồng/lít lên 14.500 đồng (hay 11,5%).

Tỉ lệ giảm thâm hụt ngân sách dường như khá nhỏ. Tuy nhiên, thâm hụt ngân sách lại khá lớn. Thu ngân sách vẫn dựa khá nhiều vào xuất khẩu dầu thô và thuế quan nhập khẩu. Xuất khẩu dầu thô dao động nhiều và hơn nữa, do một số vấn đề kỹ thuật, khối lượng dầu thô xuất khẩu cũng sẽ không tăng trừ khi tìm ra nguồn dầu mới. Xuất khẩu dầu thô giảm đáng kể sau một thời gian do việc tự do hoá thương mại (Bảng 18). Cũng không thể chắc chắn về hiệu quả của việc cải cách thuế (ví dụ thuế thu nhập cá nhân, thuế tài sản, v.v…) đối với thu nhập ngân sách. Về chi tiêu, chính phủ đang phải đối mặt với sức ép ngày càng tăng về phát triển cơ sở hạ tầng và điều chỉnh tăng lương cho người lao động khối hành chính (vì lạm phát càng cao, chính phủ lại phải đối mặt với vấn đề tăng lương trong một số thời điểm, mỗi lần trên 10%-20%, trong giai đoạn 2004-2008). Tuy nhiên, chi tiêu cho đầu tư được coi là không hiệu quả trong việc lựa chọn dự án và giải ngân (ít nhất 20-30% chi đầu tư có thể tiết kiệm được).

Bảng 18. Thu và chi ngân sách (2001-2007)

	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**
Tỷ lệ trong tổng số thu (%)							
Thu	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Thu từ dầu thô	24,5	21,4	18,6	21,6	27,5	29,5	21,97
Thuế thương mại (thuế quan NK)	21,4	25,5	19,6	15,5	17,0	15,7	18,12
Tỷ lệ trong tổng chỉ tiêu (%)							
Tổng chi	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Chi tiêu cho SX	31,0	30,5	28,5	25,8	27,2	27,1	27,6
Chi tiêu hiện tại	55,8	53,1	49,8	44,5	55,8	51,3	55,9
Thanh toán trợ cấp và tiền lãi	11,5	13,4	13,2	13,4	13,1	12,8	13,4
Tỷ lệ trong GDP (%)							
Tổng thu	22,3	23,1	28,2	31,4	26,8	27,8	27,4
Tổng chi	27,0	27,7	31,4	35,8	31,6	32,8	32,4
Số dư ngân sách	-4,7	-4,5	-3,3	-4,3	-4,9	-5,0	-5,0

Lưu ý: Khoản mục thứ 4 mới nhất của IMP tính toán thâm hụt tài chính là 6,9% năm 2007 (Trích dẫn từ ANZ 2008).

Nguồn: Bộ Tài chính và tính toán của tác giả.

4. Kiến nghị về chính sách

Viễn cảnh về sự phát triển của Việt Nam là khá tươi sáng dựa theo các con số dự báo sau: nền kinh tế gần như sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức trung bình hàng năm 8-9% trong những năm tới đây. Để thực hiện khẩu hiệu "Dân giàu, nước mạnh, xã hội công bằng, dân chủ và văn minh", mục tiêu phát triển chính mà Việt Nam đưa ra đã phản ánh những vấn đề được xác định là trọng tâm để phát triển đất nước, với sự quan tâm đúng mức tới cả các khía cạnh kinh tế và xã hội trong cuộc sống con người. Cụ thể, các mục tiêu đó là:

- Duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế cao;
- Xoá bỏ tình trạng của một nước nghèo trước năm 2010 (mục tiêu này có thể được hoàn thành trước năm 2008);
- Đẩy nhanh quá trình công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước để đến năm 2020, Việt Nam về cơ bản là một nước công nghiệp hiện đại.

Mặc dù sự phát triển của hệ thống tài chính trong những năm gần đây đã có những thành tựu đáng kể nhưng cơ hội cho sự phát triển tài chính vẫn còn rất lớn. Việt Nam vẫn chủ yếu dựa vào các ngân hàng, trong khi các thị trường vốn vẫn còn là một lĩnh vực phát triển khá mới mẻ. Có thể nhận thấy hệ thống tài chính có một tương lai tươi sáng không chỉ nhờ tốc độ tăng trưởng kinh tế cao và đô thị hoá nhanh, mà còn bởi dân số Việt Nam còn rất trẻ, 60% dưới 35 tuổi. Một dẫn chứng thú vị đã chỉ ra, những người trẻ tuổi này là những người dễ thích nghi nhất với các dịch vụ tài chính và ngân hàng. Tuy nhiên, cơ hội trong các dịch vụ và hoạt động tài chính vẫn còn hạn chế. Khoảng 50% tiết kiệm hộ gia đình không được gửi trong các ngân hàng. Số tài khoản cá nhân trong các ngân hàng chỉ khoảng 8% tổng dân số và các dịch vụ ngân hàng bán lẻ ước tính chỉ chiếm khoảng 6% đến 12% thu nhập của ngành ngân hàng (VinaCapital 2006).

Tuy nhiên, vẫn còn những thử thách to lớn đối với Việt Nam nếu muốn đạt được các mục tiêu phát triển và tìm ra tiềm năng cho phát triển hệ thống tài chính. Đất nước vẫn đang trong thời kỳ quá độ, với mức thu nhập thấp, và cần nỗ lực cho công cuộc công nghiệp hoá. Một số khu vực vẫn tồn tại những yếu kém và dễ bị tổn thương, ví dụ như các DNNN, hệ thống tài chính và hiệu quả của đầu tư công, và một số khu vực khác. Các doanh nghiệp tư nhân hiện nay làm ăn khá phát đạt, tuy nhiên rất ít trong số họ có thể trở thành các doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực này. Hơn nữa, cơ sở hạ tầng vẫn còn kém phát triển. Đặc biệt là các dịch vụ cơ sở hạ tầng như vận tải và điện lực vẫn còn quá đắt và/hay không hiệu quả, dẫn tới chi phí cao khi kinh doanh tại Việt Nam. Kết quả tăng trưởng trong những năm trước đây rất ấn tượng, nhưng trong tương lai, Việt Nam vẫn cần các nguồn nhân lực và các tổ chức có năng lực tốt hơn. Tuy nhiên, dường như điều

này vẫn chưa tương ứng với những gì được cho là nguyên nhân của những yếu kém trong quản lý nhà nước và chất lượng của các hệ thống giáo dục và đào tạo. Tránh đói nghèo và bất bình đẳng thu nhập lan rộng, giảm rủi ro về xã hội và chi phí điều chỉnh của tự do hoá thương mại và hội nhập quốc tế là tất cả những thách thức mà Việt Nam cần giải quyết trên bước đường phát triển mạnh hơn và để có khả năng chống đỡ tốt hơn.

Cùng lúc đó, quá trình cải cách đang trở nên phức tạp hơn vì nó đụng chạm đến thị trường các yếu tố sản xuất và các DNNN lớn, những thành phần nhạy cảm với kinh tế - xã hội và liên quan tới khái niệm về định hướng xã hội chủ nghĩa. Hơn nữa, sự bất ổn về kinh tế vĩ mô và tính dễ bị tổn thương về tài chính vẫn còn là mối đe doạ, và ngày càng trở nên rõ ràng hơn khi đất nước hội nhập với kinh tế khu vực và thế giới (Bảng 19). Yếu tố tiềm ẩn đằng sau một mặt là sự chênh lệch giữa thực tế công việc kinh doanh hiện nay trong mối quan hệ với với các cơ hội kiếm tiền mới, mặt khác đó là những yếu kém trong quản lý của các tổ chức, doanh nghiệp tài chính và khả năng kiểm soát tài chính của các doanh nghiệp.

Bảng 19. Những dấu hiệu của khả năng tổn thương về tài chính của nền kinh tế Việt Nam

Các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô chủ yếu - cơ sở đánh giá		**Bài học từ cuộc khủng hoảng kinh tế Châu Á - cơ sở đánh giá**
1. Nâng cao VND	Áp lực cao.	1. Qui mô của các luồng vốn, đặc biệt là các luồng vốn ngắn hạn: khá rõ nét. 2. Quản lý/phân bổ các luồng vốn ngắn hạn: phần lớn vào thị trường bất động sản và thị trường chứng khoán. 3. Mức độ bất ổn về chính sách kinh tế vĩ mô: nghiêm trọng. 4. Chất lượng của việc kiểm soát tài chính và quản trị doanh nghiệp: phát triển thông qua "vừa học vừa rút kinh nghiệm" nhưng vẫn còn non kém.
2. Thâm hụt thương mại	Xu hướng tăng.	
3. Chỉ tiêu tư nhân	Dấu hiệu bùng nổ ở các thành phố.	
4. Chính sách tài khoá mở rộng	Thâm hụt ngân sách cao và áp lực trong cả đầu tư và chi tiêu hiện tại.	
5. Nợ nước ngoài	Xu hướng giảm tương đối, dường như mạnh hơn trong trung hạn.	
6. Tiết kiệm trong nước	Khá cao (30-31% GDP), nhưng khoảng cách đầu tư - tiết kiệm lớn và ngày càng mở rộng.	
7. Hiệu quả đầu tư	Giảm đầu những năm 2000,tuy lại tăng vào 3 năm gần đây, nhưng vẫn liên quan tới các DNNN và hiệu quả đầu tư công.	

Nguồn: Đánh giá của chính tác giả.

Có 3 nhân tố chủ yếu liên quan đến nhau và bổ sung cho nhau để đảm bảo tốc độ tăng trưởng và phát triển kinh tế bền vững: (i) các nền tảng của một nền kinh tế mạnh; (ii) một khu vực tài chính phát triển lành mạnh; và (iii) sự ổn định kinh tế vĩ mô. Do đó, việc lựa chọn gói chính sách cho Việt Nam nên hướng vào mục tiêu duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế cao và phát triển tài chính lành mạnh trong khi vẫn giảm được rủi ro kinh tế vĩ mô và tài chính. Đương nhiên, Việt Nam còn phải nhanh chóng tiến tới cải tổ kinh tế và tài chính cũng như các biện pháp chính sách cụ thể hơn để giải quyết những bất ổn về kinh tế vĩ mô hiện nay. Dưới đây là một số ý kiến về lựa chọn gói chính sách này.

Định hướng để cải cách mạnh hơn[26]

Định hướng cải cách quan trọng đầu tiên và chủ yếu đối với Việt Nam là kiên quyết thực hiện công cuộc cải cách về thể chế, liên quan đến việc chuyển đổi các tổ chức kinh tế dưới sự lãnh đạo của nhà nước thành các tổ chức hoạt động hiệu quả hơn. Điều này không chỉ liên quan đến việc tạo lập khung pháp lý nhất quán hơn với nền kinh tế trên cơ sở thị trường và các cam kết quốc tế, mà quan trọng hơn, còn liên quan tới cả việc cải tổ các DNNN lớn và tạo lập một hệ thống quản lý và thực thi có hiệu quả.

Thứ hai là bắt đầu di chuyển dọc theo chuỗi giá trị, trong khi vẫn tận dụng toàn bộ các lợi thế cạnh tranh vốn có. Việt Nam cần phải: (i) đa dạng hoá các sản phẩm xuất khẩu và đẩy mạnh năng lực cạnh tranh phi giá cả; (ii) thu hút FDI hiệu quả; và (iii) nâng cấp cơ sở hạ tầng (đặc biệt là hệ thống giao thông vận tải và cung cấp điện năng) và lao động, và các kĩ năng quản lý (ở cả tầm vĩ mô lẫn vi mô) vì đó là hai trở ngại hiện nay đối với sự phát triển. Giờ đây Việt Nam cần phải làm gì để tối đa hoá lợi nhuận từ *các dòng FDI hiệu quả*. Trên cơ sở đó, việc nâng cấp tổng thể môi trường kinh doanh và tạo ra một sân chơi là vấn đề then chốt. Một môi trường tự do và trung lập sẽ tốt hơn nhiều các khuyến khích về tài chính để thu hút FDI. Điều này có thể làm được nhờ những cải tổ về thể chế, các nhân tố thị trường, phát triển nguồn nhân lực và giảm chi phí kinh doanh. Trong khi đầu tư công vẫn có vai trò quan trọng trong sự phát triển kinh tế, thì nên xem xét lại các khu vực có những tác động ngoại lai tích cực đến hoạt động kinh doanh như kiểm soát cơ sở hạ tầng và thông tin. ODA nên được sử dụng hiệu quả và rõ ràng hơn phù hợp với các nguyên tắc trọng tâm của Cam kết Hà Nội. Xây dựng khả năng tổ chức và nguồn nhân lực cho Việt Nam là điều then chốt vì việc phi tập trung hoá trong quản lý và sử dụng ODA đã thực hiện được tương đối. Sự tham gia ngày càng nhiều của các công ty nước ngoài và tư nhân vào các dự án

[26] Một số ý tưởng lấy từ Võ và những người khác (2007).

công cộng một cách tích cực cũng là dấu hiệu tiềm năng cho việc giảm dần gánh nặng vào đầu tư của nhà nước.

Thứ ba là nâng cao khả năng giám sát và thanh tra tài chính. Việc này cần phải có những sửa đổi bổ sung và nâng cấp khung pháp lý hiện hành để có thể tiếp nhận qui mô mới của các hoạt động tài chính và phát triển.[27] Các thống kê tài chính và BOP vẫn thiếu chính xác và chưa đồng bộ, chúng cũng không tuân thủ đúng theo các tiêu chuẩn quốc tế, mặc dù cũng đã có tiến bộ đáng kể về thu thập, xử lý và công bố thông tin. Trừ khi nâng cao được chất lượng, nếu không hệ thống cảnh báo sớm để ngăn ngừa những dấu hiệu xấu trong hệ thống tài chính cũng không thể phát triển và được sử dụng với độ tin cậy cao.

Những tổ chức điều hành chính sách quan trọng như Bộ Tài chính, UBCKNN và NHNNVN, hợp nhất thành một khối để ngăn ngừa các tai nạn có thể xảy đến đối với khu vực tài chính và sự di chuyển vốn. Điều này có thể giúp tiết kiệm chi phí, nhưng tính hiệu quả vẫn còn bị nghi ngờ. Như đã nhấn mạnh trong nghiên cứu của Corbett (2007), vẫn chưa có quan điểm đồng nhất về việc liệu một hệ thống phức tạp hay đơn nhất có thể làm việc tốt nhất. Các nước khác nhau chắc chắn cần các hệ thống khác nhau, và việc chuyển từ những đơn vị kiểm soát phức tạp sang một đơn vị đơn nhất, hợp nhất việc phối kết hợp kiểm soát là một quá trình phức tạp, có thể rất tốn kém. Một môi trường luật pháp chất lượng cao (lạm phát thấp v.v…) ủng hộ quyền tư hữu tài sản, thông tin minh bạch và qui luật thị trường quan trọng hơn việc xác định rõ ai điều chỉnh cái gì và bằng cách nào. Trong bất cứ trường hợp nào, NHNNVN cũng nên được đổi mới thành một ngân hàng trung ương hiện đại hơn và tương đối độc lập, trong khi đó thị trường tiền tệ cũng cần được phát triển với nhiều công cụ tiền tệ hơn cho cả NHNNVN và những đơn vị tham gia vào thị trường.

Thứ tư là phát triển một hệ thống tài chính vững chắc. Do các thị trường vốn vẫn đang trong giai đoạn đầu phát triển nên việc có một hệ thống ngân hàng vững mạnh là vấn đề sống còn. Cùng với việc tăng cường khả năng kiểm soát tài chính, còn có một yêu cầu cấp bách là nâng cấp quản lý rủi ro, áp dụng các tiêu chuẩn kế toán và kiểm toán quốc tế, tư nhân hoá các ngân hàng thương mại và nâng cao chất lượng nguồn nhân lực. Trong khi vẫn nghiêm chỉnh tuân theo BASEL I, thì việc chuyển hướng dần dần từ quản lý mức an toàn vốn sang quản lý rủi ro-trên cơ sở BASEL II cũng là cần thiết. Việc tránh NPL trong những năm sắp tới phụ thuộc nhiều vào việc kiểm soát vay nợ ra sao và quá trình cải cách DNNN.

Một hệ thống tài chính cân bằng hơn là mục tiêu lâu dài. Điều này không chỉ

[27] Hai luật, Luật NHNNVN và Luật các tổ chức tín dụng, đã được sửa đổi và bổ sung đáng kể

góp phần đẩy mạnh việc phân phối hiệu quả các nguồn lực và giảm rủi ro tài chính, mà còn cho cả việc hợp tác hiệu quả của Việt Nam trong hội nhập tài chính khu vực. Điểm mấu chốt chính là xây dựng các điều kiện cơ bản cho sự phát triển lớn mạnh của thị trường vốn. Việc này đòi hỏi phải thành lập và/hay tăng cường cho các tổ chức tài chính, thị trường trái phiếu chính phủ cấp hai, qui chế về tài chính, các công ty xếp hạng tín nhiệm, hệ thống toà án, các tiêu chuẩn kế toán và công bố thông tin, và qui định thanh toán bù trừ. Sự phát triển của thị trường chứng khoán còn phụ thuộc vào quá trình cổ phần hoá các DNNN lớn, những nơi mà ở đó năng lực quản lý và hiệu quả kinh doanh có thể được cải thiện đáng kể. Điều này cũng liên quan tới câu hỏi SCIC làm cách nào để có thể minh bạch và đủ thẩm quyền để thực hiện uỷ thác, và làm sao để tránh được vấn đề mâu thuẫn lợi ích. Hiện nay, một điều nữa cũng quan trọng nữa đối với Việt Nam là điều hành thị trường chứng khoán và thị trường tín dụng liên quan để chấm dứt việc mua bán nội gián, nâng cao chất lượng công bố và minh bạch thông tin cũng như tính chuyên nghiệp của các nhà đầu tư riêng lẻ.

Chính sách kinh tế vĩ mô phản ứng với tình hình thiếu ổn định của nền kinh tế vĩ mô hiện nay

Tất nhiên hiện nay việc lựa chọn chính sách kinh tế vĩ mô đã trở nên phức tạp hơn do sự thiếu nhất quán nghiêm trọng về chính sách (lạm phát cao, lãi suất danh nghĩa VND cao, hạ giá USD với lãi suất khá thấp, và áp lực lớn đối với việc tăng giá danh nghĩa). Trong hoàn cảnh này, việc đối phó bằng các biện pháp chính sách có thể thu được những kết quả theo chiều hướng không mong muốn (Phụ lục C), và một sự kết hợp giữa các chính sách kinh tế vĩ mô có thể sẽ tốt hơn, mặc dù đó chưa phải là một lựa chọn hoàn hảo.

Trước hết, một cam kết mạnh mẽ để ổn định nền kinh tế phải là trọng tâm trong cuộc chiến chống lạm phát tăng cao. Sự ổn định về kinh tế vĩ mô là điều kiện tiên quyết cho việc duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế. Nhận thức được điều đó, việc ổn định phải phù hợp với mục tiêu đạt được tốc độ tăng trưởng kinh tế tương đối cao. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, có lẽ vẫn còn phải có sự đánh đổi giữa hai mục tiêu này. Rủi ro nguy hiểm nhất chính là việc Chính phủ theo đuổi tăng trưởng kinh tế cao mà bỏ qua sự ổn định về giá. Kinh nghiệm hiện nay đã chỉ ra rằng có quá nhiều điều để lo lắng về việc giảm bớt tốc độ tăng trưởng kinh tế có thể khiến việc hướng dẫn thực hiện các chính sách trở nên thiếu nhất quán hơn và cuối cùng, chỉ có thể thay đổi không đáng kể việc giảm lạm phát.

Do lượng cung tiền tăng rất nhanh trong 4 năm qua, và song hành với lạm phát nên một chính sách thắt chặt tiền tệ là rất cần thiết. Tuy nhiên điều này vẫn là chưa đủ. Không những không thể duy trì được khi tỷ giá hối đoái được giữ ổn định, mà cả công cụ mạnh của chính sách tiền tệ cũng có thể gây nên vấn đề về

khả năng thanh khoản cho bản thân hệ thống ngân hàng.

Một chính sách tỷ giá hối đoái linh động hơn chính là sự lựa chọn cần thiết. Sự linh động hơn trong tỷ giá hối đoái có thể giúp giảm áp lực cho việc can thiệp sử dụng các biện pháp tiền tệ. Quan trọng hơn, trong bối cảnh đồng USD đang suy yếu, nó có thể thúc đẩy việc nhập khẩu lạm phát. Tuy nhiên, đầu tiên là việc mở rộng biên độ dao động tỷ giá hối đoái có thể dẫn tới tăng lãi suất tỷ giá hối đoái danh nghĩa và do đó sẽ khuyến khích các hoạt động đầu cơ ngắn hạn. Tuy nhiên đây không phải là trường hợp duy nhất. Đúng hơn là, điều này sẽ dẫn đến rủi ro hai chiều và bằng cách này sẽ ngăn chặn được các luồng vốn đầu cơ, nếu NHNNVN có thể sử dụng chính sách phù hợp, đặc biệt là khi lạm phát nằm trong tầm kiểm soát. Trên nguyên tắc, một sự lựa chọn tốt cho chính sách tỉ giá hối đoái là phải phù hợp với tính cạnh tranh quốc tế được chấp nhận trong tỉ giá hối đoái và có cơ hội cho chính sách tỉ giá hối đoái dao động tự do (trong giới hạn).

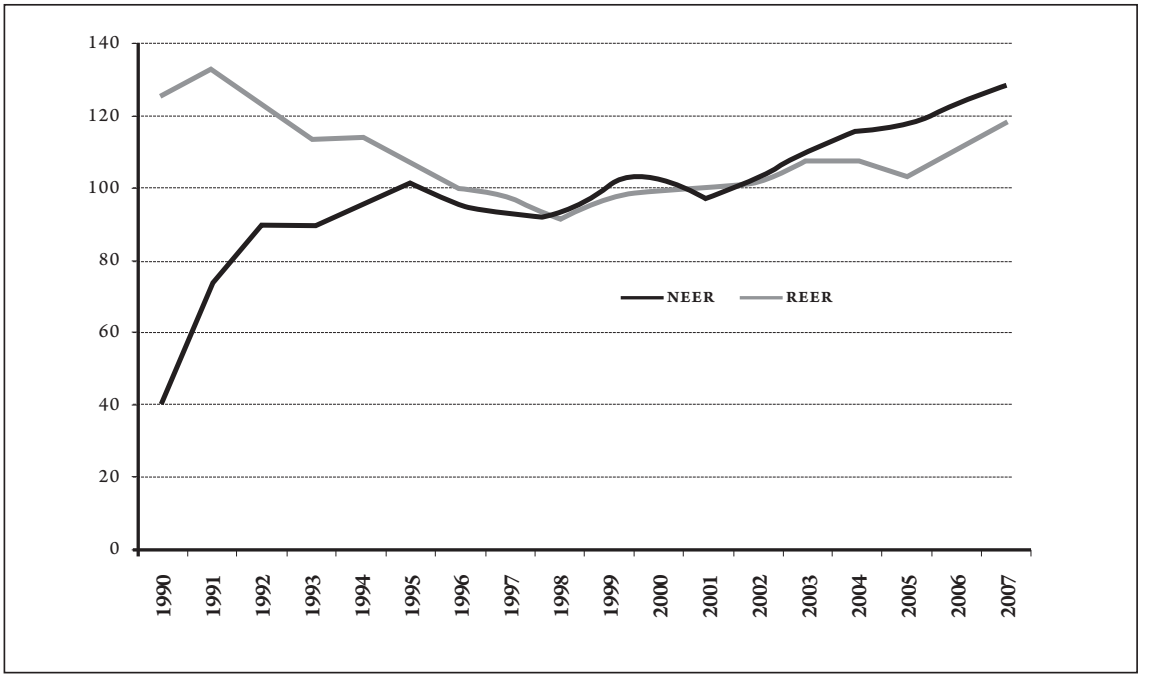
Một câu hỏi đương nhiên sẽ được đặt ra sau đó là liệu có chỗ cho sự tăng lãi suất danh nghĩa mà không gây ra bất kì mối đe doạ nghiêm trọng nào cho việc cạnh tranh trong xuất khẩu? Để tính toán khả năng cạnh tranh về giá của hàng hoá, tỉ giá hối đoái hiệu quả (REER) thường được sử dụng.[28] Bất chấp một tỉ lệ lạm phát tương đối cao, cạnh tranh giá cả của xuất khẩu Việt Nam dường như vẫn không đổi vì REER đã giảm sút so với mức cân bằng (Hình 20). Điều này được qui cho sự mất giá của đồng USD so với đồng tiền của các đối tác thương mại chính của Việt Nam, và mức cố định của VND so với USD.

Có thể nói rằng cam kết của Chính phủ với NHNNVN ngày 3 tháng 3 năm 2008 mở rộng biên độ giao dịch của VND/USD lên ± 2,0% được xem là một chuyển biến tích cực trong việc giúp tỷ giá hối đoái trở nên linh động hơn.

Thắt chặt chính sách tài khoá cũng là một lựa chọn hợp lý như là một chính sách bổ sung. Nó có thể thể hiện áp lực lạm phát. Nó cũng có thể giảm nhẹ áp lực lên việc nâng lãi suất thực (bằng cách hạn chế sự tăng giá tương đối của các hàng hoá không thể mua bán được) và việc lãi suất đột ngột tăng. Tuy nhiên, chính sách tài khoá cũng có một số hạn chế khi là một công cụ đối phó với các dòng vốn vào. Nó đòi hỏi nhiều thời gian hơn để được chấp nhận về mặt pháp lý và đi vào thực hiện. Hơn nữa, để có thể bắt đầu thường có một chút dao động về tài chính,

[28] Về cơ bản, REER là một chỉ số tổng quát của giá cả, cạnh tranh quốc tế với tỷ trọng phản ánh tầm quan trọng của từng đối tác thương mại. REER có thể không phải là một chỉ tiêu chính xác cho sự cạnh tranh về giá của hàng hoá Việt Nam vì cấu trúc theo chiều dọc của xuất khẩu. Việt Nam đã nhập khẩu rất nhiều nguyên vật liệu và đầu vào từ nước ngoài để phục vụ cho xuất khẩu (ví dụ như quần áo và tất). Thêm vào đó, các đối thủ cạnh tranh chính của Việt Nam không phải là Hoa Kỳ, Nhật Bản hay EU mà là các nước châu Á như Trung Quốc, Thái Lan và Indonesia. Do đó, cần quan tâm tới REER tự do giữa Việt Nam và các nước này

Hình 20. Diễn biến tỷ giá hiệu quả thực và danh nghĩa



Lưu ý: Tính toán dựa trên cơ sở *Thống kê tài chính quốc tế* của IMF (tỉ giá hối đoái và CPI), thống kê thương mại (tỷ trọng thương mại) của GSO. Năm cơ sở là năm 2000. 19 đối tác thương mại lớn nhất, ước tính khoảng 85,65% tổng thương mại của Việt Nam từ 2000-2007, nằm trong tỷ trọng hợp tác. Xu hướng đi lên đồng nghĩa với việc mất giá thực sự.

Nguồn: Trích từ Dang (2008).

đặc biệt là khi thiếu quyết tâm và định hướng chính trị. Đối với Việt Nam, sự thắt chặt về tài khoá có thể được xem như là một cơ hội cho Chính phủ minh bạch hơn vấn đề chi tiêu ngân sách và quyết tâm hơn trong việc cắt giảm các dự án đầu tư công cộng thiếu hiệu quả.

Không thể xác định chính xác phạm vi và qui mô của sự kết hợp chính sách vì việc thiếu cân đối vẫn tồn tại trong khu vực tài chính và thiếu các thông tin tài chính đáng tin cậy. Do đó, việc thực hiện chính sách nên tránh các cú sốc để có thể kiểm tra mức độ phản ứng của thị trường để có những điều chỉnh cần thiết.

Do vẫn còn sự thiếu nhất quán về chính sách, dẫn tới rủi ro và đầu cơ tài chính, nên việc sàng lọc và giám sát khắt khe và cẩn thận trên cơ sở phân tích thông tin cập nhật là cần thiết. Cả các dự án được tài trợ bằng trái phiếu đầu tư chính phủ thông qua vay nợ cũng nên được giám sát theo các tiêu chuẩn này. Thi hành một cách có hiệu quả luật chống tham nhũng mới để loại bỏ tham nhũng và chống lãng phí ngân sách là một trong những trọng tâm.

Đáng lưu ý là các chính sách nới lỏng các luồng vốn đang được chính phủ xem xét. Ảnh hưởng của các chính sách này phụ thuộc vào việc liệu có phải thực sự nhu cầu về tài sản nước ngoài đang bị dồn nén. Nếu không thì sẽ dễ dàng hơn cho việc chuyển tiền về nước thậm chí có thể làm gia tăng các dòng vốn đi vào. Kinh nghiệm đã chỉ ra rằng vấn đề tài chính có thể kéo theo một chuỗi hậu quả không phù hợp với tự do hoá tài chính và cán cân vốn. Do đó, cho dù nếu có xem xét vấn đề tăng cường tự do hoá các dòng vốn, đầu tiên cũng cần phải tập trung tới việc nới lỏng một số điều kiện cho các dòng FDI đi ra và gia tăng phần đóng góp của các nhà đầu tư nước ngoài trong khu vực sản xuất và một số khu vực dịch vụ.

Tóm lại, các giải pháp duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế và việc phát triển mạnh về tài chính trong khi vẫn giảm bớt rủi ro tài chính tại Việt Nam phụ thuộc rất nhiều vào cả quá trình cải cách dài hạn và việc thực hiện các chính sách kinh tế vĩ mô. Do đó bài viết này đề xuất một gói các cải cách sâu rộng với mục tiêu: (i) khắc phục những rào cản cố hữu trong nền kinh tế (sự yếu kém của các tổ chức kinh tế, cơ sở hạ tầng và nguồn nhân lực); (ii) hiện đại hoá NHNNVN; và (iii) tăng cường quản lý rủi ro trong khu vực ngân hàng và các hệ thống kiểm soát tài chính. Cũng cần tập trung vào sự phát triển của thị trường vốn, việc này phụ thuộc vào việc tăng cường các nhân tố cơ bản và cải cách các DNNN lớn. Đặc biệt bài viết này cũng đưa ra sự cần thiết phải có cam kết của doanh nghiệp trong việc chống lạm phát cao và sự phối hợp của chính sách tiền tệ với một chính sách tỉ giá hối đoái linh hoạt hơn và chính sách tài khoá thắt chặt. Phạm vi và qui mô của một gói các chính sách vĩ mô có thể tránh được các cú sốc về chính sách để có thể thử mức độ phản ứng của thị trường và kịp thời có những điều chỉnh cần thiết. Với sự thiếu nhất quán về chính sách, việc sàng lọc và kiểm soát thận trọng nên được tăng cường để chống lại các hoạt động đầu cơ tài chính.

Phụ lục A. Vai trò của khu vực ngoài quốc doanh và FIE trong công nghiệp (1998 và 2006)

	1998				2006			
	% tổng sản lượng CN	Theo khu vực (% mỗi sản lượng công nghiệp cụ thể)			% tổng sản lượng CN	Theo khu vực (% mỗi sản lượng công nghiệp cụ thể)		
	Tổng	FDI	DNNN	Ngoài QD		FDI	DNNN	Ngoài QD
Tổng	**100,00**	**34,68**	**43,38**	**21,94**	**100,00**	**37,16**	**34,32**	**28,51**
Công nghiệp khai thác mỏ	**14,57**	**83,74**	**12,56**	**3,69**	**9,11**	**71,82**	**20,42**	**7,76**
Khai thác than	1,21	0,74	97,81	1,45	1,44	1,86	96,47	1,67
Dầu mỏ và khí tự nhiên	12,20	99,76	0,24	0,00	6,50	99,88	0,12	0,00

Quặng kim loại	0,11	2,72	73,65	23,63	0,16	3,07	45,94	50,99
Khai thác đá và những thứ khác	1,04	1,84	50,82	47,35	1,01	1,40	38,88	59,72
Sản xuất	**79,23**	**25,34**	**47,61**	**27,05**	**84,91**	**35,87**	**31,45**	**32,68**
Thực phẩm và đồ uống	22,37	21,73	46,02	32,24	20,95	26,51	31,53	41,96
Thuốc lá	2,84	0,50	99,12	0,38	2,57	1,83	97,37	0,80
Dệt may	4,97	21,03	54,30	24,67	4,71	30,01	40,94	29,05
Hàng may mặc	3,09	23,29	33,26	43,45	3,72	38,11	22,59	39,30
Quần áo da, thuộc da, đồ da	4,58	45,25	29,63	25,11	4,58	59,26	12,70	28,04
Gỗ và các từ gỗ	1,88	9,36	20,67	69,97	1,87	18,54	11,80	69,66
Giấy và các sản phẩm giấy	2,06	12,75	52,23	35,02	2,06	17,18	32,79	50,03
Phương tiện xuất bản và ghi chép	1,19	1,83	89,49	8,68	0,93	3,24	86,82	9,94
Chế phẩm than cốc và dầu mỏ tinh thể Hoá chất và các sản phẩm hoá học	0,06	0,00	0,00	100.00	0,12	43,65	0,00	56,35
Cao su và sản phẩm nhựa	5,74	27,35	62,73	9,92	5,32	41,95	40,58	17,47
Sản phẩm quặng phi kim loại	3,22	22,01	34,15	43,84	4,70	29,51	24,79	45,71
Kim loại cơ bản	8,76	19,04	59,73	21,24	9,13	22,83	50,42	26,75
Sản phẩm kim loại chế tạo	2,96	44,62	44,13	11,25	3,27	30,35	41,38	28,28
Trừ máy móc và thiết bị	2,98	28,45	15,42	56,13	3,75	31,15	11,68	57,17
Văn phòng kế toán và vi tính	1,28	23,42	58,72	17,86	1,54	52,23	24,13	23,64
Thiết bị và dụng cụ điện	1,01	98,51	0,00	1,49	0,56	96,15	0,00	3,85
Thiết bị và dụng cụ phát thanh liên lạc	1,74	33,79	52,10	14,10	2,76	45,69	38,89	15,43
Dụng cụ, đồng hồ y tế, chính xác và quang học	2,37	81,36	17,27	1,37	2,26	78,52	11,80	9,68
Ô tô	0,23	71,39	20,72	7,88	0,20	85,20	6,86	7,94
Thiết bị chuyên chở khác	1,09	70,57	15,71	13,73	2,56	82,33	12,21	5,46
Đồ dùng?	2,71	69,34	18,68	11,98	3,99	66,89	15,18	17,93
Tái chế	2,01	26,75	7,90	65,35	3,26	40,66	5,24	54,11
Cung cấp điện, khí đốt và nước	**0,08**	**0,00**	**0,00**	**100.00**	**0,07**	**1,46**	**0,00**	**98,54**
Điện và khí đốt	6,20	0,36	99,53	0,11	5,98	2,79	96,25	0,96
Nước	5,63	0,17	99,79	0,03	5,59	2,73	96,41	0,86
	0,58	2,19	96,97	0,83	0,39	3,75	93,82	2,43

Nguồn: GSO (Nhiều ấn bản) và tính toán của tác giả.

Lưu ý: Lựa chọn năm 1998 không chỉ vì số liệu có sẵn, mà bởi vì đó là năm trước 1999 - năm mà Luật Doanh nghiệp được thông qua.

Phụ lục B. Cán cân thanh toán của Việt Nam của giai đoạn 1990-2007

Triệu USD	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1. Cán cân thương mại	-41	-2345	-2775	-1247	-989	972	377	481	-1054	-2581	-3854	-2439	-2776	10360
Xuất khẩu (FOB)	1731	5198	7255	9185	9361	11540	1448	15027	16706	20149	26485	32447	39826	48561
Nhập khẩu (FOB)	1772	7543	10030	10432	10350	10568	14072	14546	17760	22830	30339	34886	42602	58921
Nhập khẩu (CIF)														
2. Dịch vụ	55	159	-61	-623	-530	-547	-550	-572	-749	-788	61	-219	-8	-894
Xuất khẩu	55	2074	2243	2530	2616	2493	2702	2810	2948	3272	2867	4176	5100	6030
Nhập khẩu	0	1915	2304	3153	3146	3040	3252	3382	3697	4050	3806	4395	5108	6924
Điều chỉnh theo F&I												1500	1832	3009
3. Thu thập đầu tư	-411	-236	-384	-543	-677	-429	-451	-477	-721	-811	-891	-1219	-1429	-2168
Thu	28	96	140	136	127	142	331	318	167	125	188	364	668	1093
Chi	439	332	524	679	804	571	782	795	888	936	1079	1583	2097	3261
Trong đó Trả tiền lãi	237	262	340	379	303	371	462	345	288	286		443	541	626
(Thực chi)	53	128	281	348	246	276	328	345	288	286		443	541	626
4. Chuyển tiền (ròng)	138	290	1200	885	1122	1181	1732	1250	1921	2239	3093	3380	4049	6430
Khu vực tư nhân	0	140	1050	710	950	1050	1585	1100	1767	2100	2919	3150	3800	6180
Khu vực Chính phủ	138	150	150	175	172	131	147	150	154	139	174	230	249	250
A. Tài khoản vãng lai	-259	-2132	-2020	-1528	-1074	1177	1108	682	-603	-1931	-1591	-497	1-64	-992
(Trừ chuyển tiền cá nhân)											-4510	-3647	-36964	13172

B. Tài khoản vốn	121	2360	2624	1944	1129	509	-754	220	1980	2533	2753	3087	3088	18771
5. Đầu tư trực tiếp nước ngoài	120	1956	2395	2220	1671	1412	1298	1300	1400	1450	1610	1889	2315	6600
FDI tại Việt Nam												1954	2400	6700
FDI Việt Nam tại nước ngoài												65	85	100
6. Vay nợ trung và dài hạn	-47	93	37	356	228	2	65	139	-51	457	1162	921	1025	2043
Giải ngân	233	433	772	1145	952	1036	1348	958	1049	1540	2047	2031	2260	3480
Trả nợ theo lệnh	280	340	735	789	724	1034	1283	819	1100	1083	885	1110	1235	1437
(Thực chi)	166	272	508	639	544	582	979	668	990	1083	885	1110	1235	1437
7. Vay nợ ngắn hạn	48	311	224	-520	-233	-118	-29	-22	7	26	-54	46	-30	91
Chi thanh toán	338	1381	1747	1006	478	239	333	370	377	418	1001	1046	1070	902
Trả nợ theo lệnh	290	1070	1523	1526	711	357	362	392	370	392	1055	1000	1100	811
(Thực chi)	290	1092	1523	1526	711	357	362	392	370	392	1055	1000	1100	811
8. Đầu tư gián tiếp											-	865	1313	7414
9. Tiền và tiền gửi			-32	-112	-537	-787	-2088	-1197	624	1372	35	-634	-1535	2623
C. Sai sót và điều chỉnh	-4	-51	-628	-280	-278	-917	-676	-862	-1020	777	-279	-459	1398	-1611
D. Tổng số dư	-142	177	-24	137	-224	769	-322	40	357	2151	883	2131	4322	10168
E. Tài trợ	142	-177	24	-137	224	-769	322	-40	-357	-2151	-883	-2131	-4322	-10168
10. Thay đổi trong NFA (-. tăng)	-156	-357	-262	-318	-13	-1317	-116	-191	-467	-2151	-883	-2131	-4322	-10168
Thay đổi trong NFA (-; tăng)	-156	-448	-440	-277	30	-1285	-90	-253	-519	-2097	-810	-2076	-4289	-10143
Sử dụng tín dụng IMF	0	91	178	-41	-43	-32	-26	62	52	-54	-73	-55	-33	-25

Mua	0	91	178	0	0	0	0	106	106	0	0	0	0	0
Mua lại	0	0			43	32	26	44	54	54	73	55	33	25
1. Thay đổi trong tiền còn nợ và giãn nợ	298	180	286		237	548	438	151	110			0	0	0
							0	0	0			0	0	0
Tiền còn nợ							438	151	110			0	0	0
Giãn nợ														
%GDP	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1. Cán cân thương mại	-0,68	-11,17	-11,10	-4,62	-3,66	3,35	1,22	1,46	-3,01	-6,45	8,56	-4,60	-4,55	-14,59
4. Chuyển tiền (net)	2,30	1,38	4,80	3,28	4,16	4,07	5,59	3,79	5,49	5,60	6,87	6,38	6,64	9,06
Khu vực tư nhân	0,00	0,67	4,20	2,63	3,52	3,62	5,11	3,33	5,05	5,25	6,49	5,94	6,23	8,70
A. Số dư CA	-4,32	-10,15	-8,08	-5,66	-3,98	4,06	3,57	2,07	-1,72	-4,83	-3,54	-0,94	-0,27	-9,85
B. Số dư KA	2,02	11,24	10,50	7,20	4,18	1,76	-2,43	0,67	5,66	6,33	6,12	5,82	5,06	26,44
5. FDF (ròng)	2,00	9,31	9,58	8,22	6,19	4,87	4,19	3,94	4,00	3,63	3,58	3,56	3,80	9,30
6. Vay nợ trung - dài hạn (ròng)	-0,78	0,44	0,15	1,32	0,84	0,01	0,21	0,42	-0,15	1,14	2,58	1,74	1,68	2,88
7. Vay nợ ngắn hạn (ròng)	0,80	1,48	0,90	-1,93	0,86	-0,41	-0,09	-0,07	0,02	0,07	-0,12	0,09	-0,05	0,13
8. Đầu tư gián tiếp	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C. Sai sót và điều chỉnh	0,07	-0,24	-2,51	-1,04	-1,03	-3,16	-2,18	-2,61	-2,91	1,94	0,62	-0,87	2,29	-2,27

Phụ lục C. Chính sách đối phó với các dòng vốn vào và hiệu quả

Policy measures	Effects and effectiveness
Vô hiệu hoá ảnh hưởng (để giữ sự ổn định về tỷ giá) Công cụ: dự trữ bắt buộc, vô hiệu hoá	- Việc áp dụng một mức dự trữ bắt buộc cao hơn sẽ làm tăng chi phí trung gian tài chính và bóp méo việc phân phối các nguồn lực. Vô hiệu hoá thông qua hoạt động thị trường mở (OMO) thường dẫn tới tăng lãi suất tạo ra nhiều hơn các dòng vốn không dự định và là nguyên nhân của các chi phí gần như thuế. - Trong cả hai trường hợp, việc vô hiệu hoá đều có thể tự thất bại bằng việc làm tăng mức độ thiếu nhất quán về chính sách kinh tế vĩ mô và khuyến khích mạnh hơn các dòng vốn. Tác dụng của vô hiệu hoá càng mạnh đồng nghĩa với khả năng duy trì càng hạn chế. - Có thể gây ra vấn đề về khả năng thanh khoản nếu xảy ra chênh lệch kỳ hạn. - Tỷ giá thực (hiệu quả) có thể bị biến dạng khi lạm phát tăng. - Sự linh động hơn về tỷ giá có thể làm giảm áp lực lên việc can thiệp và vô hiệu hoá bằng tiền tệ.
Tỷ giá linh động hơn hoặc tăng giá Công cụ: mở rộng dao động của tỷ giá; tạo ra sự lên xuống của tỷ giá v.v…	- Việc này không phải lúc nào cũng đồng nghĩa với nâng lãi suất danh nghĩa. Đúng hơn, nó tạo ra rủi ro hai chiều và theo đó ngăn ngừa các dòng vốn đầu cơ. Dù trong bối cảnh tỷ giá thả nổi hay tỷ giá cố định, điều này cũng đòi hỏi phải có một mức dao động rộng hơn cho việc lên xuống của tỷ giá. - Những dự đoán về việc nâng giá tỷ giá có thể khuyến khích các dòng vốn đầu cơ ngắn hạn, trong khi đó lại làm nản lòng các nhà đầu tư dài hạn. - Việc thắt chặt về tài khoá có thể bao gồm cả áp lực lạm phát và việc tăng giá thực của tiền tệ. Thêm vào đó, thắt chặt tài khoá cũng có thể làm giảm áp lực lên tỉ giá hối đoái thực (bằng cách hạn chế việc tăng giá tương đối các hàng hoá không thể mua bán được) và tăng lãi suất.
Thắt chặt tài khoá Công cụ: Giảm thâm hụt ngân sách bằng cách tăng thu nhập và/hoặc giảm chi tiêu hiện tại và chi tiêu cho đầu tư	
Tự do hoá các dòng vốn Công cụ: Nới lỏng các điều kiện của FDI và các dòng đầu tư gián tiếp, cho nước ngoài vay	- Ảnh hưởng của giải pháp này phụ thuộc vào việc liệu có một sự kiềm chế cần thiết về nhu cầu tài sản nước ngoài hay không. Nếu không, việc tạo thuận lợi hơn cho các nguồn tiền kiều hối thậm chí còn kéo theo các dòng vốn đi vào tăng lên.
Kiểm soát các dòng vốn Công cụ: ví dụ thuế Tobin	- Hiệu quả của chúng là đa chiều. Ví dụ như một chính sách được áp dụng, niềm tin của các nhà đầu tư sẽ sụp đổ và sự phát triển của thị trường vốn sẽ bị tổn hại nghiêm trọng.
Công cụ: cắt giảm thuế quan và các biện pháp tương tự	- Đã có những hiệu quả trong việc giảm áp lực đối với lạm phát. Dù vậy việc tự do hóa thương mại ngày càng sâu rộng sẽ khuyến khích nhập khẩu nhiều hơn. Tuy nhiên, qua thời gian, cũng có thể nâng cao tính cạnh tranh của hàng hoá xuất khẩu bằng việc giảm giá đầu vào nhập khẩu và không đóng góp nhiều trong việc giảm nhập khẩu ròng. - Cũng có thể khuyến khích tăng cường hơn các dòng vốn bằng việc đưa ra một tín hiệu về cam kết của những người có thẩm quyền về một cơ chế chính sách kinh tế quốc tế tự do và mở cửa.

Nguồn: Tính toán của tác giả.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

ANZ. 2008. Ngăn chặn lạm phát tại Việt Nam. ANZ Economics. 13 tháng 2.

Asian Policy Forum (APF) và Asian Development Bank Institute (ADBI). 2001. Thiết kế cấu trúc thị trường mới và tài chính cân bằng trong cuộc khủng hoảng sau. Tokyo: ADBI. Tháng 10.

Carmichael, Jeffrey và Michael Pomerleano. 2002. Sự phát triển và hội nhập của các tổ chức tài chính phi ngân hàng. Washington D.C.: World Bank.

Viện nghiên cứu quản lý kinh tế trung ương (CIEM) (2006, 2007, và 2008). Vietnam Economy 2005 (2006 và 2007). Hanoi: Financial Publishing House.

Corbett, Jenny. 2007. Các tổ chức tài chính và và cấu trúc tăng trưởng của Đông Á. Báo cáo trình bày tại ANU-MOF của Hội về tăng cường điều chỉnh kinh tế khu vực Đông Á, Bangkok (22-23 tháng 2).

Đặng Đức Anh, Duc Anh. 2008. Ảnh hưởng của tư cách thành viên WTO của Việt Nam lên cấu trúc kinh tế và sự ổn định kinh tế vĩ mô. Activity Code HOR-9. Hanoi: Multilateral Trade Assistance Project Vietnam II (MUTRAP II).

Tổng cục thống kê Việt Nam (GSO) (nhiều ấn bản). Niên giám thống kê. Hanoi: Statistics Publishing House.

Hauskrecht, A. và N. T. Hai. 2004. Đôla hoá tại Việt Nam. Chủ đề chuẩn bị cho Hội nghị hàng năm về tài chính, kinh tế, kế toán và kinh doanh lần thứ 12, Bangkok (10-11 tháng 8).

Quĩ tiền tệ quốc tế (IMF). 2006. Báo cáo quốc gia - Việt Nam: Ấn phẩm chọn lọc.

IMF. 2007. Báo cáo về Article IV hội đàm tại Việt Nam 2007 (tháng 8) (draft).

Institute of Vietnam Economy. 2007. ODA và vai trò của các tổ chức xã hội dân chủ (CSOs) tại Việt Nam. Hanoi (tháng 6) (mimeograph).

Johnston, B.R. và Otker-Robe. 1999. Phương pháp hiện đại hoá tiến tới Quản lý rủi ro trong việc di chuyển vốn qua biên giới. Trong chủ đề thảo luận về chính sách của IMF, PDP/99/6.

MCG Management Consulting Ltd. 2006. Nghiên cứu về sự cạnh tranh và ảnh hưởng của tự do hoá các dịch vụ tài chính: Trường hợp của dịch vụ ngân

hàng. Báo cáo với UNDP tại Việt Nam quản lý hành lang pháp lý của dự án "Nâng cao năng lực quản lý và phát triển thương mại khu vực dịch vụ tại Việt Nam trong bối cảnh hội nhập" (hay dự án "Thương mại trong lĩnh vực dịch vụ" - VIE/02/009) do UNDP tài trợ và được thực hiện bởi Phòng thương mại và dịch vụ của Bộ kế hoạch và đầu tư (MPI). Tham khảo tại:<www.undp.org.vn/undpLive/digitalAssets/5082_Banking_Report.pdf>

Bộ kế hoạch và đầu tư (MPI) Việt Nam. 2005. Khung chiến lược về huy động và sử dụng ODA giai đoạn 2006-2010. Hanoi: MPI (Viet Nam).

Nguyễn Hữu Nghị (2007). Vai trò của NHNNVN trong việc giám sát các hoạt động ngân hàng. Báo cáo trình bày tại Roundtable Seminar về "Vì sự phát triển của Luật ngân hàng nhà nước Việt Nam và Luật các tổ chức tín dụng". Tp. Hồ Chí Minh (26 tháng 12) (tiếng Việt).

Nguyễn Thu Hồng (2002). Đôla hoá các tài sản và nghĩa vụ tài chính của khu vực kinh tế hộ gia đình, khu vực kinh doanh và ngân hàng tại Việt Nam. Theo NHNNVN và JICA, Đôla hoá và ảnh hưởng của chúng lên các chính sách tiền tệ và tỉ giá hối đoái và sự phát triển của hệ thống tài chính: Việt Nam, CHDCND Lào và Campuchia, Hội thảo dự án tiến hành hợp tác nghiên cứu (Tháng 7).

Phạm Chí Quang, Võ Trí Thành và Vũ Viết Ngoạn. 2006. Cổ phần hoá các ngân hàng thương mại nhà nước tại Việt Nam – Các phương pháp và kế hoạch. Báo cáo Ngân hàng nhà nước Việt Nam (mimeograph).

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV). 2006 và 2007. Báo cáo hàng năm 2005 (2006). Hanoi: VinaCapital, Báo cáo khu vực ngân hàng.

Võ Trí Thành và Lê Xuân Sang (2004). Thị trường tài chính ở Việt Nam: Phát triển, Những vấn đề và các chính sách giải quyết. Hanoi: CIEM-UNDP Finance Publishing House.

Võ Trí Thành và những người khác. 2003. Đánh giá về rủi ro song hành với cán cân thanh toán của Việt Nam. Trong dự án vùng miền EADN về chỉ tiêu và phân tích khả năng bị tổn thương do các cuộc khủng hoảng kinh tế.

Võ Trí Thành, Serey Chea, Sarat Ouk, và Lê Xuân Sang. 2007. Các nền kinh tế CLV bị nguy hiểm do những tổn thương về tài chính như thế nào? IDS Bulletin No. 4 (Tháng 7).

Võ Trí Thành, 2007. Tăng trưởng kinh tế và công nghiệp hoá hiện đại hoá tại Việt Nam: Câu hỏi về huy động và sử dụng vốn. Hanoi: Social Science

Publishing House. (tháng 12) (tiếng Việt).

World Bank. 2002. Chiến lược hỗ trợ quốc gia Việt Nam của tổ chức Ngân hàng thế giới, 2003-2006.

World Bank. 2006. Tổng quan về thị trường vốn tại Việt Nam và những định hướng phát triển.

World Bank. 2007. Tiếp nhận cổ phiếu--Cập nhật về sự phát triển kinh tế của Việt Nam. PGAE (2005). Cùng nhau nâng cao hiệu quả hỗ trợ, khuyến khích phát triển bền vững tại Việt Nam. Nhóm quan hệ đối tác về hiệu quả hỗ trợ. Tham khảo tại: <www.dfid.gov.uk/pubs/files/vietnam-aid-effectiveness05.pdf> (10 tháng 4 năm 2007).

CHƯƠNG III
TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VÀ ĐẦU TƯ TRỰC TIẾP NƯỚC NGOÀI TẠI VIỆT NAM

Nguyễn Phi Lân

Tóm tắt

Mối quan hệ hai chiều giữa vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) và tăng trưởng kinh tế đã và đang là một đề tài tranh cãi nóng bỏng trong lĩnh vực kinh tế phát triển. Mặc dù có rất nhiều nghiên cứu định lượng chuyên sâu về mối quan hệ giữa vốn FDI và tăng trưởng kinh tế tại nhiều quốc gia trên thế giới, đặc biệt là các quốc gia đang phát triển. Nhưng các nghiên cứu định lượng về mối quan hệ giữa vốn FDI và tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam còn tương đối hạn chế. Do vậy, bài viết này sẽ cung cấp cho bạn đọc một cách nhìn tổng quan hơn về mối quan hệ giữa vốn FDI và tăng trưởng kinh tế các tỉnh thành tại Việt Nam thông qua các dữ liệu của 61 tỉnh thành của Việt Nam từ năm 1996 đến 2005. Kết quả nghiên cứu cho thấy vốn FDI và tăng trưởng kinh tế của các tỉnh thành tại Việt Nam có mối quan hệ tích cực hai chiều. Tuy nhiên, tác động tích cực của vốn FDI tới tăng trưởng kinh tế các tỉnh thành Việt Nam phụ thuộc rất nhiều vào khả năng hấp thụ của nền kinh tế. Vốn FDI chỉ tác động tích cực tới tăng trưởng của các tỉnh thành khi các tỉnh thành Việt Nam hội tụ căn bản các nhân tố về đầu tư con người, công nghệ, nghiên cứu và phát triển, và một thị trường tài chính phát triển.

1. Lời mở đầu

Tại nhiều quốc gia trên thế giới như Trung Quốc, Malaysia, và Thái Lan, dòng vốn đầu tư FDI đã được xem là một nguồn vốn quan trọng ảnh hưởng trực tiếp và gián tiếp tới tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên về mặt lý thuyết cũng như thực tế vẫn tồn tại nhiều quan điểm khác nhau về vai trò của FDI trong tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia tiếp nhận vốn đầu tư. Liệu FDI có đem lại lợi ích hay không tới các nền kinh tế tiếp nhận nó và chính phủ tại các quốc gia tiếp

nhận nên làm gì để thu hút cũng như sử dụng dòng vốn FDI một cách hiệu quả là một đề tài và vấn đề đang gây tranh cãi tại nhiều quốc gia và hội thảo kinh tế phát triển.

Trong lý thuyết tăng trưởng nội sinh, các nhà kinh tế như Lucas (1988 & 1990), Romer (1986 & 1987), và Mankiw (1992) đã nhấn mạnh tác động tích cực của FDI tới vốn con người như kỹ năng, kiến thức… tại các quốc gia đang phát triển. Lý thuyết tăng trưởng nội sinh chỉ rõ FDI có thể thúc đẩy tăng trưởng kinh tế thông qua tác động lan tỏa của công nghệ. Các công ty đa quốc gia có tác động quan trọng tới nguồn vốn con người tại nước sở tại thông qua các khóa đào tạo ngắn và dài hạn cho công nhân địa phương. Các khóa đào tạo này có tác động tích cực tới toàn bộ đội ngũ lao động của doanh nghiệp từ lao động không kỹ năng tới lao động có kỹ năng. Hoạt động nghiên cứu và phát triển (R&D) được thực hiện bởi các công ty đa quốc gia được đánh giá là một trong những đóng góp quan trọng tới nguồn vốn con người tại các quốc gia tiếp nhận đầu tư và do đó thúc đẩy tăng trưởng tại các quốc gia này trong dài hạn.

Bên cạnh đó, các lý thuyết về FDI cụ thể là lý thuyết Eclectic Theory, được phát triển bởi Dunning (1988) đã cung cấp cho người đọc một công cụ phân tích về mối quan hệ giữa FDI và tăng trưởng kinh tế. Lý thuyết này đã chỉ ra rằng tăng trưởng kinh tế cao tại các quốc gia đang phát triển là một tín hiệu quan trọng để thu hút nguồn vốn FDI. Ví dụ, Chakrabarti (2001) chứng minh các quốc gia có tăng trưởng kinh tế cao thì sẽ thu hút được nhiều vốn FDI hơn. Để chứng minh điều này, các nghiên cứu định lượng đã sử dụng mô hình tăng trưởng nội sinh để đo lường tác động của vốn FDI tới tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia đang phát triển. Borensztein và các tác giả khác (1998) đã kiểm định tác động của FDI tới tăng trưởng kinh tế của 69 quốc gia đang phát triển trong thời gian 1970-1979 và từ năm 1980-1989. Họ đã sử dụng mô hình tăng trưởng nội sinh tại đó tăng trưởng kinh tế được xác định bởi FDI, nguồn vốn con người, chi tiêu chính phủ, đầu tư trong nước, chỉ số giá tiêu dùng, xuất khẩu và các tiêu chí khác. Để khắc phục hiện tượng nội sinh giữa các biến, các tác giả đã ứng dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất hai giai đoạn (2SLS) để ước lượng mô hình và nhận thấy FDI tác động tích cực tới tăng trưởng kinh tế tại 69 quốc gia đang phát triển, và vốn FDI có vai trò thúc đẩy tăng trưởng nguồn vốn đầu tư trong nước.

Bằng cách sử dụng dữ liệu của các nước nằm trong và ngoài khối OECD trong giai đoạn từ năm 1979-1990, de Mello (1999) đã kiểm định tác động của FDI tới tích lũy đầu tư, sản lượng, và năng suất các nhân tố tổng hợp (TFP). De Mello đã tìm thấy rằng FDI là một động lực tăng trưởng kinh tế trong dài hạn thông qua chuyển giao công nghệ và tính tràn kiến thức giữa các doanh nghiệp có vốn FDI và các doanh nghiệp địa phương. Tuy nhiên, de Mello nhấn mạnh rằng FDI dẫn tới tăng trưởng kinh tế phụ thuộc rất nhiều vào mối quan hệ giữa

FDI với vốn đầu tư trong nước. Sử dụng dữ liệu của 18 nước Châu Mỹ La tinh trong thời gian từ năm 1970-1999, Bengoa và Sancher-Robles (2003) chỉ ra tác động của FDI tới tăng trưởng kinh tế là tích cực chỉ khi các nước tiếp nhận sở hữu một nguồn vốn con người đầy đủ, kinh tế ổn định, và một thị trường được tự do hóa. Tương tự như vậy, Alfaro và các tác giả (2002) sử dụng dữ liệu các quốc gia đang phát triển trong giai đoạn 1975-1995 tìm thấy rằng FDI đóng một vai trò quan trọng trong thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, các nước có thị trường tài chính tương đối phát triển sẽ thu được nhiều lợi ích hơn từ FDI và khai thác dòng vốn FDI một cách hiệu quả. Kết quả của các tác giả trên được sự ủng hộ từ nghiên cứu của Hermes và Lensink (2003) và Aghion (2006). Bên cạnh đó, các tác giả cũng nhấn mạnh các quốc gia kém phát triển nên cải cách hệ thống tài chính của mình để có thể thu hút và hấp thụ FDI một các hiệu quả, đặc biệt là các dòng vốn lớn FDI.

Tsai (1994) đã ứng dụng một mô hình đồng thời để kiểm định mối quan hệ hai chiều giữa FDI và tăng trưởng kinh tế cho 62 quốc gia trong thời kỳ 1975-1978 và cho 51 quốc gia trong thời kỳ 1983-1986. Tác giả đã tìm thấy FDI và tăng trưởng kinh tế có mối quan hệ hai chiều trong giai đoạn những năm 1980. Berthelemy và Demurger (2000) sử dụng mô hình đồng thời để kiểm định tăng trưởng kinh tế tại 24 tỉnh thành của Trung Quốc trong thời kỳ 1985-1996. Họ cũng tìm thấy mối quan hệ hai chiều của FDI và tăng trưởng kinh tế tại các tỉnh thành. FDI có tác động tích cực tới tăng trưởng kinh tế của 24 tỉnh thành và tăng trưởng kinh tế cao tại 24 tỉnh thành là một dấu hiệu tích cực để thu hút các dòng vốn FDI trong tương lai.

Mặc dù các nghiên cứu trên đã cho bạn đọc thấy được mối liên hệ qua lại giữa FDI và tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia đang phát triển. Tuy nhiên, các nghiên cứu về vai trò của FDI trong thúc đẩy tăng trưởng kinh tế tại các khu vực và vùng kinh tế khác nhau trong một quốc gia vẫn còn rất hạn chế. Hơn thế nữa, mối quan hệ hai chiều giữa FDI và tăng trưởng kinh tế, mà tại đó FDI thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và tới lượt tăng trưởng kinh tế được xem là một tín hiệu quan trọng để thu hút FDI, vẫn chưa được khám phá một cách rộng rãi tại nhiều quốc gia, nhất là tại Việt Nam. Do vậy, bài viết này sẽ khám phá mối quan hệ hai chiều giữa FDI và tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam. Bố cục của bài viết như sau: phần 2 trình bày các mô hình thực nghiệm và phân tích các kết quả từ mô hình, và phần 3 trình bày các kết luận và ý nghĩa của bài viết.

2. Phân tích thực nghiệm

Các ước lượng thống kê được trình bày trong phần này dựa trên dữ liệu của 61 tỉnh thành tại Việt Nam từ năm 1996 tới năm 2005. Các dữ liệu này được thu

thập từ Tổng Cục Thống Kê (GSO), Bộ Kế hoạch và Đầu tư (MPI), Bộ Công nghiệp (MOI) hay Bộ Công Thương (MOI), và Bộ Lao động và Thương binh xã hội (MOLISA). Rất tiếc, các dữ liệu trước năm 1996 là không thể thu thập được do các yếu tố chủ quan và khách quan. Do vậy, bài nghiên cứu này chỉ tập trung nghiên cứu mối quan hệ giữa FDI và tăng trưởng kinh tế tại 61 tỉnh thành của Việt Nam trong giai đoạn 1996-2005.

Dựa trên các lý thuyết về tăng trưởng kinh tế nội sinh và FDI, mô hình về mối quan hệ giữa FDI và tăng trưởng kinh tế tại 61 tỉnh thành của Việt Nam sẽ được ước lượng thông qua hệ phương trình sau:

$$G_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FDI_{it} + \alpha_2 SI_{it} + \alpha_3 XG_{it} + \alpha_4 HC_{it} + \alpha_5 DIG_{it} + \alpha_6 LA_{it} + \alpha_7 LD_{it} + \alpha_8 RER_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$FDI_{it} = \beta_0 + \beta_1 g_{it} + \beta_2 Y_{it} + \beta_3 DI_{it} + \beta_4 X_{it} + \beta_5 SKILL_{it} + \beta_6 WA_{it} + \beta_7 TEL_{it} + \beta_8 RER_{it} + \mu_{it} \quad (2)$$

Tại đó: i được định nghĩa là tỉnh, t được định nghĩa là thời gian.

Bảng 1 trình bày định nghĩa các biến trong hệ phương trình, kỳ vọng dấu của hệ số các biến giải thích được trình bày trong Bảng 2. Bên cạnh đó, bài viết này sẽ sử dụng phương pháp ước lượng GMM (Generalized Method of Moments), phương pháp này được đánh giá là hiệu quả và tối ưu trong việc khắc phục các hiện tượng đa cộng tính và phương sai sai số thay đổi trong mô hình hồi quy hơn các phương pháp truyền thống như hai giai đoạn (2SLS), và 3 giai đoạn (3SLS).

Bảng 1. Định Nghĩa Các Biến Và Nguồn Dữ Liệu

Ký hiệu	Định nghĩa các biến	Nguồn
G	Tỷ lệ tăng trưởng kinh tế của tỉnh hoặc thành phố (% hàng năm)	GSO
Y	GDP bình quân đầu người (đo lường bằng nghìn đồng VND, theo mức giá năm 1994)	GSO
FDI	FDI bình quân đầu người (đo lường bằng nghìn đồng VND, theo mức giá năm 1994)	MPI
SI	Tỷ lệ Chi tiêu Chính phủ so với GDP của tỉnh hoặc thành phố	GSO
X	Xuất khẩu bình quân đầu người (đo lường bằng nghìn đồng VND, theo mức giá năm 1994)	GSO
XG	Tỷ lệ xuất khẩu so với GDP	GSO
HC	Nguồn vốn con người, đo lường bằng số sinh viên đại học và cao đẳng trên 1000 người	GSO
DIG	Tỷ lệ đầu tư trong nước so với GDP, biểu thị sự tăng trưởng của thị trường tài chính	GSO
DI	Tổng đầu tư trong nước bình quân đầu người (đo lường bằng nghìn đồng VND, theo mức giá năm 1994)	GSO
TEL	Cơ sở hạ tầng, đo lường bằng số đầu máy điện thoại trên 1000 người dân	GSO
LD	Học và Làm (Learning by doing), đo lường bằng tỷ lệ giá trị gia tăng trong sản xuất công nghiệp so với GDP	MOI
RER	Tỷ giá hối đoái thực	GSO
SKILL	Kỹ năng của lao động, đo lường bằng tỷ lệ lao động có kỹ năng so với lực lượng lao động	MLISA
WA	Chi phí lao động, mức lương bình quân hàng tháng (đo lường bằng nghìn đồng VND, theo mức giá năm 1994)	MLISA
LA	Tăng trưởng lao động bình quân (% hàng năm)	MLISA
DUMMY	Biến giả, biến giả =1 nếu các tỉnh hoặc thành phố nằm tại các vùng kinh tế tăng trưởng cao như Đồng bằng sông Hồng, hay Đông Nam Bộ; bằng 0 với các tỉnh thành khác	
$\varepsilon_{it};\mu_{it}$	Nhiễu ngẫu nhiên	

Bảng 2. Kỳ vọng về mối quan hệ giữa các biến giải thích và các biến phụ thuộc

	Biến phụ thuộc	
	g	FDI
g	n.a	+
FDI	+	n.a
SI	+/-	n.a
Xg	+	n.a
HC	+	n.a
Dig	+	n.a
LA	+	n.a
LD	+	n.a
RER	-	+
Y	n.a	+
DI	n.a	+
X	n.a	+
SKILL	n.a	+
WA	n.a	-
TEL	n.a	+

Chú ý: + và – đại diện cho mối quan hệ dương (tích cực) và âm (tiêu cực). n.a: không được ứng dụng sau khi ước lượng

Sau khi ước lượng và thỏa mãn các kiểm định như Hansen test, Durbin-Wu-Hausman test, và Pagan-Hall test để đảm bảo ước lượng chính xác (xem bảng 3, 4, và 5), phương pháp GMM cho chúng ta kết quả như sau:

Kết quả ước lượng được trình bày trong bảng 3, 4 và 5 cho thấy FDI là một nhân tố quan trọng của tăng trưởng kinh tế tại 61 tỉnh thành của Việt Nam trong suốt thời kỳ 1996-2005. Hệ số ước lượng của FDI trong cột 1 của bảng 3 có mức ý nghĩa về mặt thống kê là 1% và chỉ ra rằng với điều kiện các nhân tố không đổi, việc tăng 1000 VND trong vốn FDI bình quân đầu người làm mức tăng trưởng kinh tế tại 61 tỉnh thành của Việt Nam tăng lên khoảng 0.000054%. Điều này nói lên rằng FDI tác động tích cực tới tăng trưởng kinh tế tại 61 tỉnh thành của Việt Nam. Bên cạnh đó, các nhân tố ảnh hưởng tới tăng trưởng kinh tế tại 61 tỉnh thành của Việt Nam là xuất khẩu, chi tiêu chính phủ, phát triển tài chính, tăng trưởng lao động, học và làm (learning by doing), vốn con người, và tỷ giá hối đoái. Hệ số ước lượng của các nhân tố này có mức ý nghĩa về mặt thống kê và đúng với kỳ vọng của tác giả.

Bảng 3. Kết Quả Ước Lượng Phương Trình 1: Thời Kỳ 1996-2005

Phương trình tăng trưởng (1)	(1)	(2)
FDI (FDI)	0,000054 (4,80)*	0,000049 (3,99)*
Xuất khẩu (Xg)	0,243119 (1,95)**	0,245129 (1,92)**
Chi tiêu chính phủ (SI)	0,068351 (0,29)	0,417532 (0,41)
Tăng trưởng tài chính (Dig)	1,256011 (2,93)*	1,184253 (2,71)*
Tăng trưởng lao động (LA)	0,157515 (2,58)*	0,408601 (2,88)*
Học và Làm (LD)	0,018336 (3,05)*	0,017551 (3,08)*
Vốn con người (HC)	0,038917 (2,64)*	0,037175 (2,58)*
Tỷ giá hối đoái (RER)	-0,094108 (-4,27)*	-0,136351 (-4,82)*
Biến giả theo vùng (DUMMY)		0,391238 (1,13)
Ước lượng không đổi	18,706020 (6,34)*	19,005950 (6,46)*
Hansen test *(p-value)*	0,15	0,29
Durbin-Wu-Hausman test *(p-value)*	0,00	0,05
Pagan-Hall test *(p-value)*	0,01	0,02
Số quan sát	563	563

Chú ý: (i) Thống kê T-statistics trong ngoặc; (ii) *** ý nghĩa ở mức 10%, ** ý nghĩa ở mức 5%, và * ý nghĩa ở mức 1%

Bảng 4. Kết Quả Ước Lượng Phương Trình 1: Thời Kỳ 1996-2005

Phương trình FDI (2)	(1)	(2)
Tỷ lệ tăng trưởng kinh tế (g)	992,8359 (2,73)*	802,3072 (2,34)**
Quy mô thị trường (Y)	1,451904 (11,32)*	1,460676 (12,53)*
Tổng vốn đầu tư (DI)	0,050031 (5,71)*	0,052338 (6,64)*
Xuất khẩu (X)	0,934665 (7,00)*	0,934665 (7,47)*
Kỹ năng lao động (SKILL)	141,1244 (2,70)*	120,3292 (2,44)**
Chi phí lao động (WA)	-5,460528 (-4,64)*	-4,867383 (-4,41)*
Cơ sở hạ tầng (TEL)	49,79898 (6,62)*	47,9732 (4,90)*
Tỷ giá hối đoái (RER)	161,6789 (3,05)*	145,9019 (3,05)*
Biến giả theo vùng (DUMMY)		1179,619 (3,05)*
Ước lượng không đổi	-34870,23 (-3,86)*	-31513,77 (-3,83)*
Hansen test *(p-value)*	0,13	0,12
Durbin-Wu-Hausman test *(p-value)*	0,00	0,00
Pagan-Hall test *(p-value)*	0,01	0,01
Observations	543	543

Chú ý: (i) Thống kê T-statistics trong ngoặc; (ii) *** ý nghĩa ở mức 10%, ** ý nghĩa ở mức 5%, và * ý nghĩa ở mức 1%

Bảng 4 cho thấy tăng trưởng kinh tế tại 61 tỉnh thành của Việt Nam có tác động tích cực tới thu hút FDI vào Việt Nam. Hệ số ước lượng của biến tăng trưởng kinh tế là dương và có mức ý nghĩa về mặt thống kê là 5%. Hệ số ước lượng này cho thấy với điều kiện các yếu tố khác không đổi, nếu tăng trưởng kinh tế tăng lên khoảng 1% thì sẽ làm vốn FDI bình quân đầu người tăng lên khoảng 993000 VND. Điều này phản ánh rằng tăng trưởng kinh tế cao tại Việt Nam phản ánh dấu hiệu tích cực về nền kinh tế Việt Nam tới các nhà đầu tư nước ngoài. Kết quả cũng cho thấy GDP bình quân đầu người, một nhân tố phản ánh quy mô thị trường trong nước, càng cao thì càng có sức thu hút lớn tới các nhà đầu tư. Các nhân tố khác như hệ thống tài chính trong nước, kỹ năng người lao động, cơ sở hạ tầng, chi phí lao động thấp, và tỷ giá hối đoái cũng là các nhân tố quan trọng thu hút FDI vào Việt Nam.

Như chúng ta đã biết, FDI không phân bổ đồng đều tại các tỉnh thành và các vùng của Việt Nam. Phần lớn FDI tập trung tại các tỉnh thành miền Nam như thành phố Hồ Chí Minh, Đồng Nai, Bình Dương và Bà Rịa Vũng Tàu, và tại các tỉnh thành miền Bắc như Hà Nội, Hải Dương, Vĩnh Phúc, Hải Phòng, và Quảng Ninh. Do vậy, chúng ta sẽ mở rộng mô hình bằng việc đưa vào trong mô hình một biến giả đại diện cho các tỉnh thành tại đó có tập trung phần lớn các dự án FDI. Nó kỳ vọng rằng các tỉnh thành, nơi có điều kiện tốt về hệ thống tài chính, cơ sở hạ tầng, lao động có kỹ năng, và thu nhập cao sẽ có xu hướng thu hút FDI nhiều hơn và tăng trưởng kinh tế nhanh hơn các tỉnh thành khác. Kết quả ước lượng chỉ ra rằng các tỉnh thành phố tại các vùng Đồng Bằng Sông Hồng và Đông Nam Bộ nơi có cơ sở hạ tầng, lao động có kỹ năng tốt hơn, tăng trưởng cao hơn, và quy mô thị trường lớn hơn sẽ thu hút nhiều vốn FDI hơn (xem kết quả cột 2 Bảng 4).

Bảng 5. Tác động của FDI đến tăng trưởng kinh tế các tỉnh thành thông qua khả năng hấp thụ tại các địa phương

Phương trình tăng trưởng (1)	(1)	(2)
FDI (FDI)	-0,000089 (-1,83)	0,000084 (4,53)*
Xuất khẩu (Xg)	0,264740 (2,16)**	0,334157 (2,22)**
Chi tiêu chính phủ (SI)	-0,390307 (-0,69)	-0,569683 (-0,57)
Tăng trưởng tài chính (Dig)	1,419888 (3,30)*	1,747579 (3,89)*

Tăng trưởng lao động (LA)	0,165762 (2,69)*	0,167893 (2,73)
Học và Làm (LD)	0,020171 (3,42)*	0,018908 (3,01)*
Vốn con người (HC)	0,028890 (1,90)**	0,036969 (2,50)*
Tỷ giá hối đoái (RER)	-0,096025 (-4,39)*	-0,094292 (-4,30)*
FDI*Vốn con người (tác động qua lại)	0,000004 (2,25)**	
FDI*Tăng trưởng tài chính (tác động qua lại)		-0,000059 (-2,22)**
Ước lượng không đổi	19,19335 (6,54)*	18,59838 (6,34)*
Hansen test *(p-value)*	0,21	0,34
Durbin-Wu-Hausman test *(p-value)*	0,01	0,00
Pagan-Hall test *(p-value)*	0,00	0,01
Observations	563	563

Chú ý: (i) Thống kê T-statistics trong ngoặc; (ii) *** ý nghĩa ở mức 10%, ** ý nghĩa ở mức 5%, và * ý nghĩa ở mức 1%

Các nghiên cứu gần đây cũng nhấn mạnh tác động của FDI tới tăng trưởng kinh tế phụ thuộc rất nhiều vào khả năng hấp thụ của nền kinh tế của các nước sở tại. Bảng 5 trình bày tác động của FDI tới tăng trưởng các tỉnh thành của Việt Nam thông qua đo lường tính hấp thụ. Như được trình bày trong bảng 5, hệ số ước lượng tác động qua lại giữa các biến FDI và nguồn vốn con người là dương và có ý nghĩa về mặt thống kê ở mức ý nghĩa 5% nhưng hệ số của biến FDI trong cột 2 của bảng 5 là âm và không có ý nghĩa về mặt thống kê. Điều này phản ánh rằng FDI chỉ tác động tích cực tới tăng trưởng kinh tế tại 61 tỉnh thành của Việt Nam khi và chỉ khi các tỉnh thành của Việt Nam có hội tụ một lượng vốn cơ bản về con người. Tương tự như vậy, hệ số ước lượng tác động qua lại giữa các biến FDI và hệ thống thị trường tài chính cũng cho thấy là âm và có mức ý nghĩa thống kê là 5%. Điều này hàm ý rằng một hệ thống tài chính phát triển căn bản là điều kiện ban đầu để FDI đem lại tác động tích cực tới tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam.

Phân tích mối quan hệ giữa FDI, tăng trưởng kinh tế, khoảng cách công nghệ, và nghiên cứu và phát triển (R&D)

Lý thuyết tăng trưởng nội sinh chỉ ra rằng các hoạt động nghiên cứu và phát triển (R&D) và khoảng cách công nghệ tại các nước tiếp nhận đầu tư ảnh hưởng vô cùng quan trọng tới khả năng hấp thụ FDI của các nền kinh tế. Do đó, chúng ta sẽ xem xét vai trò của R&D một nhân tố tác động tích cực tới vốn con người, và khoảng cách công nghệ tới khả năng hấp thụ FDI tại 61 tỉnh thành của Việt Nam trong thời kỳ 1996-2005. Trong phương trình 1, chúng ta sẽ đưa các biến R&D, được đo lường bằng đầu tư của chính phủ vào các hoạt động nghiên cứu và phát triển tại 61 tỉnh thành, và khoảng cách công nghệ, được đo lường bằng khoảng cách công nghệ giữa các doanh nghiệp có vốn FDI và các doanh nghiệp trong nước vào phương trình. Chúng ta kỳ vọng rằng R&D sẽ tác động tích cực tới tăng trưởng kinh tế và khoảng các công nghệ càng lớn sẽ cản trở sự tăng trưởng kinh tế tại 61 tỉnh thành của Việt Nam.

Cột 1 bảng 6 chỉ ra rằng hệ số của biến R&D là dương và có ý nghĩa về mặt thống kê ở mức 10%. Điều này có nghĩa rằng việc đầu tư vào hoạt động nghiên cứu và phát triển có tác động tích cực tới tăng trưởng kinh tế tại các tỉnh thành của Việt Nam trong giai đoạn 1996-2005. Bên cạnh đó, hệ số ước lượng của khoảng cách công nghệ cho thấy các tỉnh thành nơi có khoảng cách công nghệ tương đối nhỏ sẽ tăng trưởng nhanh hơn các tỉnh thành khác. Chúng ta tiếp tục khám phá khả năng hấp thụ FDI của 61 tỉnh thành Việt Nam thông qua các yếu tố R&D và công nghệ. Cột 2 và 3 Bảng 6 cho thấy hệ số ước lượng tác động qua lại giữa các biến FDI và R&D là âm và có ý nghĩa về mặt thống kê ở mức 5%. Điều này phản ánh rằng FDI chỉ tác động tích cực tới tăng trưởng kinh tế tại 61 tỉnh thành Việt Nam khi các tỉnh thành này có một mức đầu tư căn bản cho các hoạt động R&D. Tương tự như vậy, hệ số ước lượng của biến khoảng cách công nghệ và biến FDI là âm và có ý nghĩa về mặt thống kê ở mức 1%. Ước lượng này hàm ý FDI chỉ đem lại lợi ích cho tăng trưởng kinh tế tại 61 tỉnh thành Việt Nam khi các tỉnh thành này có một mức tối thiểu về công nghệ.

Bảng 6. Tăng trưởng kinh tế và FDI: Sử dụng các biến R&D và khoảng cách công nghệ

Phương trình tăng trưởng (1)	(1)	(2)	(3)
FDI (FDI)	0,000028 (2,81)*	0,000053 (3,19)*	-0,000006 (-0,05)
Xuất khẩu (Xg)	0,139887 (1,28)	0,148923 (1,25)	0,133530 (1,23)
Chi tiêu chính phủ (SI)	-1,592068 (-1,99)**	-1,628443 (-2,04)**	-1,574779 (-2,00)**
Tăng trưởng tài chính (Dig)	0,957675 (2,42)*	1,033599 (2,66)*	0,999145 (2,62)*
Tăng trưởng lao động (LA)	0,124454 (2,31)**	0,120881 (2,25)**	0,127988 (2,43)*
Học và Làm (LD)	0,018639 (3,73)*	0,018457 (3,27)*	0,021126 (4,47)*
Nghiên cứu và Phát triển (R&D)	0,153391 (1,64)***	0,167511 (1,83)***	0,169995 (1,86)***
Khoảng cách công nghệ	-2,178576 (-3,83)*	-2,210997 (-4,00)*	-1,442873 (-2,70)*
Tỷ giá hối đoái (RER)	-0,064482 (-3,65)*	-0,063214 (-3,25)*	-0,056075 (-3,23)*
FDI*R&D		-0,000025 (-2,01)**	
FDI*Khoảng cách công nghệ			-0,000225 (-4,07)*
Ước lượng không đổi	17,05742 (7,33)*	16,87612 (7,21)*	15,74285 (6,88)*
Hansen test *(p-value)*	0,19	0,19	0,25
Durbin-Wu-Hausman test *(p-value)*	0,00	0,01	0,00
Pagan-Hall test *(p-value)*	0,04	0,00	0,00
Observations	563	563	563

Chú ý: (i) Thống kê T-statistics trong ngoặc; (ii) *** ý nghĩa ở mức 10%, ** ý nghĩa ở mức 5%, và * ý nghĩa ở mức 1%

3. Kết luận

Bài viết trên đã kiểm định mối quan hệ hai chiều giữa vốn FDI và tăng trưởng kinh tế tại 61 tỉnh thành Việt Nam từ năm 1996-2005 thông qua ước lượng một mô hình kinh tế lượng đồng thời gồm hai phương trình tăng trưởng kinh tế và vốn FDI. Kết quả ước lượng đã cho thấy trong giai đoạn 1996-2005, FDI và tăng trưởng kinh tế tại 61 tỉnh thành cả nước có mối quan hệ hai chiều tích cực, FDI tác động tích cực tới tăng trưởng kinh tế tại 61 tỉnh thành cả nước, và tăng trưởng kinh tế cao tại 61 tỉnh thành là dấu hiệu tích cực để thu hút các nhà đầu tư đến Việt Nam. Tuy nhiên, tác động của FDI tới tăng trưởng kinh tế lại phụ thuộc vào khả năng hấp thụ của các điểm đến. FDI chỉ tác động tích cực tới tăng trưởng kinh tế khi các tỉnh thành của Việt Nam hội tụ cơ bản các yếu tố như đầu tư con người, công nghệ, đầu tư cho nghiên cứu và phát triển, và một thị trường tài chính phát triển.

Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy FDI và xuất khẩu có mối quan hệ chặt chẽ với nhau, phản ánh FDI tại Việt Nam có xu hướng thúc đẩy xuất khẩu trong khu vực công nghiệp. Hơn thế nữa, các nhân tố cơ sở hạ tầng, thị trường tài chính, kỹ năng lao động, chi phí lao động thấp, và vốn đầu tư con người là các nhân tố quan trọng để hấp dẫn các nhà đầu tư đến Việt Nam. Do vậy, để thu hút vốn FDI đến Việt Nam ngày càng nhiều hơn, Chính quyền trung ương cũng như chính quyền địa phương nên chú trọng tới đầu tư vào cơ sở hạ tầng, kỹ năng đội ngũ lao động, vốn con người như cơ sở vật chất kỹ thuật cho giáo dục, kiến thức, đầu tư cho các hoạt động nghiên cứu và phát triển tại các địa phương, cải cách thị trường tài chính, nâng cấp công nghệ để có thể thu hút và hấp thụ vốn FDI vào Việt Nam nói chung cũng như vào các địa phương nói riêng một cách hiệu quả.

Mặc dù, kết quả nghiên cứu đã chứng minh mối quan hệ hai chiều của FDI và tăng trưởng kinh tế tại 61 tỉnh thành của Việt Nam trong giai đoạn 1996-2005. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu trên không thể tính toán được các tác động riêng rẽ của FDI tới tăng trưởng tại các tỉnh thành tại khu vực Bắc Trung Bộ như Nghệ An, Hà Tĩnh, Quảng Bình, Quảng Trị, Nam Trung Bộ như Quảng Nam…, và các khu vực vùng núi phía Bắc như Bắc Cạn, Tuyên Quang, Điện Biên, Lai Châu… là các tỉnh chỉ thu hút được một lượng vốn FDI hạn chế. Thực tế cho thấy, tác động tích cực của FDI tới tăng trưởng của các tỉnh thành này tương đối yếu hoặc gần như không có. Điều này không được đề cập trong bài viết này. Tuy nhiên, tác giả sẽ phân tích rõ về nguyên nhân cũng như kết quả trong các nghiên cứu sau.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Arrow, K. (1962) The economic Implication of Learing by Doing. *Review of Economic Studies*, 29, 155-176.

Asiedu, E. (2002) On the determinants of foreign direct investment to developing countries: is Africa different? *World Development*, 30.

Balasubramanyam V. & Salisu, A. (1991) Export Promotion, Import Substitution and Direct Foreign Investment in Less Developed Countries. IN KOEKKOEK, A. & MENNES, L. (Eds.) *International Trade and Global Development.* London, Routledge.

Barro, R. & Martin, X. (2004) *Economic Growth*, Cambridge, The MIT Press.

Barro, R. (1991) Economic growth in a cross section of countries. *Quarterly Journal of Economics,* 106, 407-443.

Bende-nabende, A., Ford, J. & Slater, J. (2001) FDI, Regional Economic Integration and Endogenous Growth: Some Evidence From SouthEast Asia. *Pacific Economic Review*, 6, 383-399.

Bengoa, M. & Sanchez-robles, B. (2003) Foreign direct investment, economic freedom and growth: new evidence from Latin America. *European Journal of Political Economy,* 19, 529-545.

Benhanbib, J. & Spiegel, M. (1994) The role of human capital in economic development evidence from aggregate cross-country data. *Journal of Monetary Economics,* 34, 143-173.

Biswar, R. (2002) Determinants of Foreign Direct Investment. *Review of Development Economics*, 6, 492-504.

Blankeanu, W. (2003) Public schooling, college subsidies and growth. *Journal of Economic Dynamics and Control*, Forthcoming.

Blomstrom, M. & Kokko, A. (1998) Multinational Corportations and Spillovers. *Journal of Economic Surveys*, 12, 1-31.

Blonigen,B., Tomlin, K. & Wilson, W. (2002) Tariff-Jumping FDI and Domestic Firms' Profits. NBER Working Paper 9027.

Brainard, L. (1997) An empirical assessment of the proximity-concentration trade-off between multinational sales and trade. *American Economic Review*, 87, 520-544.

Chakrabarti, A. (2001) The determinants of foreign direct investment: sensitivity

analyses of cross-country regressions. *Kyklos*, 54, 89-113.

Dunning, J. (1988) The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions. *Journal of International Business Studies*, 19, 1-31.

Durham, J. (2004) Absorptive capacity and the effects of foreign direct in vestment and equity foreign portfolio investment on economic growth. *European Economics Review*, 48, 285-306.

Fischer, S. (1993) The role of macroeconomic factors in growth. *Journal of Monetary Economics*, 32, 485-512.

Friedman, M. (1977) Nobel Lecture: inflation and unemployment. *Journal of Political Economy*, 85, 451-472.

General Statistic Office (2006) *Vietnam Statistical Yearbook*, Hanoi, Statistical Publishing House.

Glickman, N. & Woodward, D. (1988) The location of foreign direct investment in the United States: patterns and determinants. *International Regional Science Review*, 11, 137-154.

Gomme, P. (1993) Money and growth revisited: measuring the costs of inflation in an endogenous growth model. *Journal of Monetary Economics*, 32, 51-77.

Green, H. (1997) *Econometric Analysis*, New York, Prentice.

Grossman, G. & Helpman, E. (1991) *Innovation and Growth in the Global Economy*, Cambridge, MA: MIT Press.

Gujarati, D. (2003) *Basic Econometrics*, New York, Mc Graw Hill.

Hermes, N. & Lensink, R. (2003) Foreign Direct Investment, financial development and economic growth. *Journal of Development Studies*, 40.

Hill, S. & Munday, M. (1992) The regional distribution of foreign direct investment: Analysis and determinants. *Reginal Studies*, 26.

Husain, A., Mody, A. & Rogoff, K. (2005) Exchange rate regime durability and performance in developing versus advanced economies. *Journal of Monetary Economics*, 52, 35-64.

Jackson, S. & Markowski, S. (1995) The attractiveness of countries to foreign direct investment. *Journal of World Trade*, 29, 159-180.

Kamin, S. & Rogers, J. (2000) Output and the real exchange rate in developing countries: an application to Mexico. *Journal of Development Economics*, 61, 85-109.

King, R. & Levine, R. (1993) Finance and Growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics,* 108, 717-738.

KOKKO, A., KOTOGLOU, K. & KROHWINKEL-KARLSSON, K. (2003) Characteristics of Failed FDI Projects in Vietnam. *Transnational Corporations,* 12, 41-77.

Kravis, I. & Lipsey, R. (1982) Location of Overseas Production and Production for Export by US Multinational Firms. *Journal of International Economics,* 12, 201-223.

Lucas, R. (1988) On the Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics,* 22, 3-42.

Lucas, R. (1993) On the Determinants of U.S. Direct Investment in the E.E.C.: Further Evidence. *European Economics Review,* 13, 93-101.

Mankiw, N., Romer, D. & Weil, D. (1992) A Contribution to the Empirics of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics,* 107, 408-437.

Moore, M. (1993) Determinants of German Manufacturing Direct Investment: 1980-1988. *Weltwirtschaftliches Archiv,* 129, 120-138.

Mudambi, R. (1995) The MNE investment location decision: some empirical evidence. *Mangerial and Decision Economics,* 16, 249-257.

Presbitero, A. (2005) Institutions and Geography as Sources of Economic Development. *Journal of International Development,* 23-25.

Rodrik, D. (Ed.) (1992) *Closing the productivity gap: does trade liberalization really help?,* Oxford, Clarendon Press.

Romer, M. (1986) Increasing Returns and Long-Run Growth. *Journal of Political Economy,* 94, 1002-1037.

Sachs, J. (2003) Institutuons don't rule: direct effects of geography on per capita income. *NBER Working Paper* 9490.

Sidrauski, M. (1967) Inflation and economic growth. Journal of Political Economy, 75, 796-810.

Stockman, A. (1981) Anticipated inflation and the capital stock in a cash in advance economy. *Journal of Monetary Economics,* 8, 387-393.

Stokey, N. (1991) Human Capital, Product Quality and Growth. *Quarterly Journal of Economics,* 106, 587-616.

Tobin, J. (1965) Money and economic growth. *Econometrica,* 33, 671-684.

CHƯƠNG IV
ƯỚC LƯỢNG HIỆU QUẢ CỦA VIỆN TRỢ PHÁT TRIỂN CHÍNH THỨC (ODA) ĐỐI VỚI TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ TẠI VIỆT NAM

Nguyễn Hoàng Phương[1]

Tóm tắt

Bài báo trình bày kết quả định lượng sự đóng góp của ODA đối với tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam trong giai đoạn từ năm 1993 đến năm 2006 bằng phương pháp tính toán tăng trưởng (growth accounting framework), bao gồm các phần chính sau đây: phần I cập nhật số liệu và xu hướng mới nhất đối với ODA; phần II trình bày các bước và phương pháp tính toán sự đóng góp của ODA đối với tăng trưởng GDP; phần III kết luận

1. Viện trợ phát triển chính thức (ODA) trong Kế hoạch phát triển kinh tế và xã hội (SEDP)

1.1 Mục đích

Hiệu quả viện trợ từ lâu là một chủ đề quan tâm của Chính phủ cũng như các nhà tài trợ. Hiện nay đã có nhiều báo cáo của các nhà tài trợ và Chính phủ về hiệu quả viện trợ, tuy nhiên phần nhiều các báo cáo chỉ mang tính định tính và chưa có một kết quả báo cáo nào chỉ ra hiệu quả viện trợ mang tính định lượng đối với nền kinh tế của Việt Nam. Do đó, bài nghiên cứu này sẽ thực hiện một

[1] Bài báo này được viết với mục đích nghiên cứu, và không phản ánh quan điểm hoặc chính sách của các Tổ chức mà tác giả có liên quan.

hướng mới trong việc đánh giá hiệu quả viện trợ tại Việt Nam bằng cách định lượng đóng góp của ODA đối với sự tăng trưởng kinh tế của GDP trong giai đoạn 1993-2006. Những kết quả trong bài báo nghiên cứu này sẽ là cơ sở tham khảo cho các nhà hoạch định chính sách, các nhà tài trợ trong việc hoạch định chiến lược ODA cho Việt Nam.

1.2 Cập nhật tình hình

ODA đóng một vai trò quan trọng trong chiến lược phát triển kinh tế và xã hội của Chính Phủ Việt Nam. Theo số liệu từ SEDP 2006-2010, để đạt tốc độ tăng trưởng hằng năm khoảng 7,5-8%, cần yêu cầu một lượng vốn đầu tư toàn xã hội khoảng 140 tỉ đô la Mỹ, tương đương với 40% GDP[2], trong đó khoảng 11 tỉ đô la Mỹ được huy động từ nguồn vốn ODA[3].

Trong giai đoạn 1993-2005, 32,5 tỉ đô la Mỹ đã được cam kết trong đó, 22,6 tỉ đô la Mỹ đã được ký kết và 15,9 tỉ đô la Mỹ đã được giải ngân[4]. ODA chiếm trung bình khoảng 16% chi tiêu của Chính phủ (năm 1999 cao nhất đạt 24,3%, và thấp nhất đạt 16% năm 2002), và chiếm trung bình 11% tổng đầu tư toàn xã hội[5]. Những số liệu này chứng tỏ rằng ODA là một nguồn tài chính và hỗ trợ quan trọng của Việt Nam, tuy nhiên Việt Nam không phụ thuộc quá nhiều vào ODA. Một số chuyên gia còn cho rằng Việt Nam vẫn tiếp tục phát triển với tốc độ cao ngay cả khi không có ODA trong điều kiện hiện nay, khi mà thị trường tài chính đang phát triển nhanh và Việt Nam đã có thể vay thương mại từ các thị trường tài chính thế giới.

2. Ước lượng sự đóng góp của ODA trong tăng trưởng GDP Việt Nam giai đoạn 1993 - 2006

Phần này sẽ tính toán sự đóng góp của ODA đối với tăng trưởng GDP của Việt Nam từ khi thực hiện chính sách đổi mới nền kinh tế năm 1986. Quá trình đánh giá được thực hiện theo hai bước: (1) sự đóng góp của tổng đầu vào vốn được ước lượng; (2) sự đóng góp của tổng đầu vào vốn được tách ra các nguồn

[2] Nguồn vốn bên ngoài chủ yếu của Việt Nam là ODA, FDI, và một lượng ngày càng lớn đầu tư gián tiếp nước ngoài FII và kiều hối. Trong khi FDI và các nguồn vốn tư nhân khác được thực hiện bởi khu vực tư nhân trong các lĩnh vực tạo ra lợi nhuận tức thời, ODA được thực hiện bởi Chính phủ vào các lĩnh vực mà tư nhân không tham gia như xây dựng cơ sở hạ tầng, nhằm tạo điều kiện tiền đề cho sự phát triển của toàn nền kinh tế và dọn đường cho sự tham gia của khu vực tư nhân.

[3] SEDP 2006-2010

[4] Strategic Framework for Official Development Assistance Mobilization and Utilization 2006-2010

[5] World Development Indicators.

vốn khác nhau như đầu tư nội địa, ODA và năng suất các nhân tố tổng hợp.

2.1 Cơ sở lý thuyết của Phương pháp tính toán tăng trưởng

Phương pháp tính toán tăng trưởng lần đầu tiên được trình bày bởi nhà kinh tế Solow (1957), sau đó là Kendrich (1961), Denison (1962) và Jorgenson và Grilinches (1967). Phương pháp tính toán tăng trưởng cho nền kinh tế Việt Nam trong giai đoạn 1986-2007 trong bài báo này được tham khảo từ Barro và Sala-i-Martin (Growth, 2004, chương 10).

Giả sử một nền kinh tế có phương trình sản xuất như sau $Y= F(T;K;L)$(1), trong đó Y là tổng sản phẩm của nền kinh tế, T là trình độ công nghệ, K là tổng tư bản/vốn và L là tổng lao động. Cần lưu ý là có nhiều loại vốn (như là vốn ngắn hạn, vốn dài hạn), và nhiều loại lao động (lao động phổ thông, lao động đã qua đào tạo).

Lấy Logarithm của phương trình (1) ở trên, sau đó lấy đạo hàm bậc nhất cả hai về, ta có:

$$\frac{\dot{Y}}{Y}=\left(\frac{F_T T}{Y}\right)\left(\frac{\dot{T}}{T}\right)+\left(\frac{F_K K}{Y}\right)\left(\frac{\dot{K}}{K}\right)+\left(\frac{F_L L}{Y}\right)\left(\frac{\dot{L}}{L}\right) \qquad (2)$$

Trong đó F_K và $F_L$là sản lượng biên đối với vốn và lao động, và $g=\left(\frac{F_T T}{Y}\right)\left(\frac{T}{T}\right)$ là sự tăng trưởng của Năng suất các nhân tố tổng hợp (Total Factor Productivity (TFP). Phương trình số (2) có ý nghĩa là sự tăng trưởng của GDP là đóng góp của sự tăng trưởng các yếu tố đầu vào: vốn, lao động và công nghệ. Từ phương trình (2), cho thấy là F_K, F_L đã biết cũng có nghĩa là sự đóng góp tương đối của vốn và lao động có thể tính toán được. Tuy nhiên trong thực tế, các nhà nghiên cứu có thể tìm các phương pháp để tính toán F_K, F_L dựa vào số liệu của yếu tố giá đầu vào $F_K=R$ (tỉ lệ lãi suất của vốn) và $F_L=w$ (mức tiền lương), và sự đóng góp Năng suất các nhân tố tổng hợp có thể được ước lượng theo cách sau:

$$g=\left(\frac{\dot{Y}}{Y}\right)-\left(\frac{F_K K}{Y}\right)\left(\frac{\dot{K}}{K}\right)-\left(\frac{F_L L}{Y}\right)\left(\frac{\dot{L}}{L}\right) \qquad (3)$$

Thêm vào đó, khi F_K và F_Lđã được xác định, thì phần của GDP được trả cho vốn là $s_K=\frac{F_K K}{Y}$ và phần của GDP được trả cho lao động là $s_L=\frac{F_L K}{Y}$ do đó (2) có thể được viết như sau:

$$\frac{\dot{Y}}{Y}=g+s_K\left(\frac{\dot{K}}{K}\right)+s_L\left(\frac{\dot{L}}{L}\right) \qquad (4)$$

Thêm vào đó, nếu chỉ có hai yếu tố đầu vào là vốn và lao động được dùng cho quá trình sản xuất thì điều kiện sau đây phải đảm bảo: $S_K + S_L = 1$, do đó (4) có thể được viết lại như sau

$$\frac{\dot{Y}}{Y} = g + s_K\left(\frac{\dot{K}}{K}\right) + (1 - s_K)\left(\frac{\dot{L}}{L}\right) \quad (5)$$

2. Ứng dụng của phương pháp tính toán tăng trưởng

Để tính toán tổng vốn toàn nền kinh tế, chúng ta ước lượng một giá trị tổng nguồn vốn tại thời điểm ban đầu của giai đoạn tính toán K(0) và phương pháp tồn kho luỹ kế (Perpetual Inventory Method) được dùng để ước lượng tổng vốn tích luỹ trong những năm tiếp theo. Rõ ràng là tổng vốn tích luỹ có thể thay đổi trong những năm đầu tiên của giai đoạn tính toán phụ thuộc vào giá trị ước lượng ban đầu K(0), tuy nhiên, giá trị vốn ban đầu sẽ khấu hao trong những năm tiếp theo và do đó tổng nguồn vốn ước lượng sẽ càng trở về giá trị chính xác hơn khi thời gian tính toán càng dài.

Tổng vốn cùng với tổng lao động và sự tăng trưởng của GDP sẽ được dùng để ước lượng Năng suất các nhân tố tổng hợp (TFP) theo phương trình (5).

Bước tiếp theo là phân chia tổng nguồn vốn thành các loại khác nhau và sự đóng góp của từng nguồn vốn sẽ được tính toán.

3. Số liệu

Số liệu để tính toán tăng trưởng trong nghiên cứu này được thu thập từ các nguồn chính sau: (1) Ngân hàng Phát triển Châu Á 2006, (2) Chỉ số phát triển thế giới 2006 (WDI 2006), (3) Niên giám thống kê của Tổng cục Thống kê.

Các biến số và nguồn số liệu

Biến số	Nguồn
Tăng trưởng của GDP giá không đổi năm 1994	ADB 2006, WDI 2006
Đầu vào Lao động	ADB 2006, WDI 2006
Tổng đầu tư toàn xã hội	ADB 2006, WDI 2006
Tỉ lệ khấu hao	0.06
Tổng lượng ODA đã giải ngân	MPI

4. Kết quả ước lượng và thảo luận

Giả sử tỉ lệ khấu hao vốn hằng năm là 0.06; tỉ lệ này được áp dụng tại Việt Nam cho 27 ngành kinh tế, và cũng theo các nghiên cứu được thực hiện bởi các tác giả trước đây.

- Cho mục đích nghiên cứu sự biến đổi (sensitivity analysis), tỉ lệ của lao động trong phương trình sản xuất được giả sử có các giá trị 0.5, 0.6, 0.7[6] .

- Tổng vốn tại thời điểm ban đầu của giai đoạn tính toán được ước lượng theo tỉ lệ tổng vốn/GDP = 2[7]

Bước đầu tiên là ước lượng tổng vốn (tổng vốn năm 1986 được tính toán theo công thức K/Y(0)=2), sau đó phương pháp PIM được sử dụng để tính toán tổng vốn tích luỹ trong những năm tiếp theo. Kết quả ước lượng được trình bày tại Bảng 4.

Bước thứ hai là dựa vào các giả sử ở trên để tính toán các nguồn của tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam trong giai đoạn 1986-2006 theo phương trình $GY=g+s_K GK+(1-s_L)GL$; trong đó GY là tăng trưởng của GDP, GL là tỉ lệ tăng trưởng của lao động, GK là tỉ lệ tăng trưởng của tổng nguồn vốn. Kết quả ước lượng tại Bảng 5 chỉ ra các kết quả quan trọng: (1) từ khi chính sách đổi mới kinh tế được thực hiện, Việt Nam đã duy trì một tỉ lệ tăng trưởng cao của GDP; (2) tỉ lệ tăng trưởng của lao động ổn định vào khoảng 2%/năm; (3) tỉ lệ tăng trưởng của tổng vốn thấp trong giai đoạn sau 1986, tuy nhiên tỉ lệ này đã duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong giai đoạn sau vào khoảng 11%/năm (4) tỉ lệ tăng của tổng năng suất lao động duy trì tốc độ cao trong những năm đầu đổi mới, sau đó giảm mạnh và hiện nay đã phục hồi, tuy nhiên vẫn thấp hơn trong giai đoạn đầu của đổi mới. Có thể thấy rằng sự tăng trưởng cao của GDP trong giai đoạn trước năm 1997 chủ yếu do sự tăng trưởng cao của năng suất các nhân tố tổng hợp (TFP), tuy nhiên sự tăng trưởng trong giai đoạn sau năm 1997 chủ yếu được đóng góp bởi tỉ lệ đầu tư cao.

Bước thứ 3, sự đóng góp của lao động, vốn và năng suất các nhân tố tổng hợp được tính toán, dựa vào phương trình $GY=g+s_K GK+(1-s_L)GL$. Do đó phương trình cụ thể để tính toán sự đóng góp của lao động, vốn và tổng năng

[6] Đối với các nền kinh tế phát triển, tỉ lệ lao động trong phương trình sản xuất thường có giá trị 0.7.

[7] Thực tế chỉ ra rằng việc tính toán tổng vốn của nền kinh tế là khó khăn và hiện nay vẫn chưa có một phương pháp nào được cho là hoàn hảo. Tuy nhiên, số liệu về tổng vốn của nền kinh tế sẽ trở nên chính xác hơn khi và giai đoạn tính toán ngày càng dài, khi đó tổng vốn sẽ phụ thuộc vào lượng đầu tư hàng năm.

suất tổng hợp là tương ứng là g/G_y, S_k/G_k S_LG_L/số lượng. Kết quả ước lượng được trình bày tại Bảng 5. Có thể thấy rằng, trong giai đoạn từ 1986-2006, sự đóng góp của lao động đối với tăng trưởng GDP là khoảng 20%, sự đóng góp của năng suất các nhân tố tổng hợp duy trì mức cao trước năm 1997, và giảm xuống từ năm 1998, trong khi đó sự đóng góp của vốn đối với tăng trưởng GDP chiếm hơn một nửa từ năm 1996. Có thể khái quát rằng sự tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam chủ yếu dựa vào yếu tố đầu vào vốn.

Bước cuối cùng là tính toán sự đóng góp của ODA vào tăng trưởng GDP. Số liệu ODA được thu thập từ cơ sở dữ liệu ODA của Bộ Kế hoạch và Đầu tư. Số liệu ODA dưới dạng US$ được chuyển sang giá không đổi VND vào năm 1994, sau đó phương pháp PIM được sử dụng để ước lượng tổng vốn ODA tích luỹ trong giai đoạn 1993-2006.

Bảng 6 trình bày sự đóng góp của ODA đối với GDP cũng như tỉ lệ của ODA trong tổng vốn toàn nền kinh tế. Có thể thấy rằng, ODA đóng một vai trò ngày càng quan trọng trong tổng vốn tích luỹ, tổng đầu tư toàn xã hội cũng như sự tăng trưởng của nền kinh tế: ODA đóng góp 0,73% vào tăng trưởng GDP năm 1993, tăng lên 10% năm 1999, và sau đó ổn định ở mức 8% cho đến năm 2006; sự đóng góp của ODA đối với tổng vốn đầu tư toàn xã hội và tổng vốn tích luỹ chiếm tỉ lệ đáng kể trong giai đoạn nghiên cứu, trung bình ở mức 15% và 11%.

3. Thảo luận

Kết quả tính toán dựa vào phương pháp tính toán tăng trưởng đã chỉ ra rằng ODA đóng một vai trò quan trọng trong tăng trưởng GDP của Việt Nam trong giai đoạn từ 1993-2006. Thêm vào đó, phần lớn ODA tại Việt Nam được phân bổ cho đầu tư cơ sở hạ tầng (giao thông, điện, cấp thoát nước, viễn thông), giáo dục, chăm sóc sức khoẻ…. Cũng cần nhấn mạnh rằng kết quả tính toán của sự đóng góp của ODA đối với sự tăng trưởng của GDP chỉ là sự ước lượng trong ngắn hạn, và sự đóng góp dài hạn của ODA đối với sự tăng trưởng GDP trong dài hạn vẫn chưa được xác định. Do đó, có thể khẳng định rằng tổng đóng góp của ODA đối với sự tăng trưởng của GDP sẽ cao hơn nhiều so với kết quả ước lượng.

Định hướng ODA tại Việt Nam

Việt Nam hiện nay là một trong những nước nhận ODA lớn nhất trong các nước đang phát triển. Tuy nhiên, rõ ràng là nguồn vốn quan trọng này sẽ không kéo dài lâu nữa bởi vì các lý do sau đây: (1) các nhà tài trợ chính như Nhật Bản, WB, ADB đang đối mặt với sự hạn chế về nguồn tài chính trong những năm vừa qua, (2) nhu cầu ODA tại các nước đang phát triển vẫn ở mức cao, (3) nền kinh

tế Việt Nam đã đạt được những thành tựu quan trong trong những năm vừa qua và sẽ trở thành nước có thu nhập trên 1000 đô la Mỹ/đầu người vào năm 2010. Do đó, một vấn đề quan trọng đối với Việt Nam đó là sự chuẩn bị để chuyển đổi từ nguồn vốn ưu đãi sang các nguồn vốn vay thương mại như là trái phiếu công ty, trái phiếu chính phủ, trái phiếu địa phương, đầu tư gián tiếp nước ngoài. Các chính sách nhằm hướng tới sự ổn định kinh tế vĩ mô và thiết lập một thể chế theo hướng tăng cường sự minh bạch trong các lĩnh vực công, công ty và tài chính, sẽ góp phần nâng cao chỉ số tín dụng quốc gia và có lợi trong việc tiếp cận các nguồn vốn thương mại.

Phụ lục

Bảng 1. ODA cam kết, Kí kết và giải ngân 1993-2007 (Tỉ đô la Mỹ)

Năm	Cam kết	Kí kết	Giải ngân	Tỉ lệ giải ngân
1993	1,81	0,57	0,413	0,23
1994	1,94	2,02	0,725	0,37
1995	2,26	1,44	0,737	0,33
1996	2,43	1,59	0,9	0,37
1997	2,4	1,7	1	0,42
1998	2,2	2	1,242	0,56
1999	2,1	1,41	1,35	0,64
2000	2,4	1,75	1,65	0,69
2001	2,4	2,12	1,5	0,63
2002	2,4	1,78	1,55	0,65
2003	2,5	1,86	1,41	0,56
2004	2,83	2,1	1,8	0,64
2005	2,9	2,3	1,8	0,62
2006	3,2	2,7	2,2	0,69
2007*	4,45		2,2	0,69

Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, 2006, (*) ước lượng cho năm 2007

Bảng 2. Phân bổ ODA 2001-2005 (Triệu đô la Mỹ)

Lĩnh vực	Kí kết	Vốn vay	Viện trợ	Tỉ lệ
Nông nghiệp và phát triển nông thôn hướng tới giảm nghèo	1.607	1.300	308	16,0 %
Công nghiệp và Năng lượng	1.582	1.536	46	15,8 %
Giao thông-Bưu điện và Viễn thông	2.541	2.445	96	25,4 %
Khoa học, Công nghệ và Môi trường	1.005	726	280	10,0 %
Y tế, Giáo dục và các lĩnh vực xã hội	1.063	484	579	10,6 %
Các lĩnh vực khác	2.219	1.805	414	22,2%
Tổng	10.018 (*)	8.295	1.722	100,0 %

Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Bảng 3. Các chỉ số cơ bản của ODA tại Việt Nam 1990-2005

Vốn vay mới	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
LãI suất (% p.a.)	5,7	3,1	1,7	2	2,7	3,3	2,5	3,2	2,4	2,3	1,4	1	1,3	1,9	1,6	1,8
Thời hạn (năm)	9,6	12,7	24,4	30,5	26,3	26,3	29,6	27,1	29,1	34	36,1	38,7	35	28	31	32
Ân hạn (năm)	4,2	5,7	8,2	8,2	7,8	7,9	8,6	7,6	8,2	9,1	9,6	9,7	9,4	7,7	8,2	8,7

Nguồn: ADB

Bảng 4. Thống kê cơ bản cho phương trình tính toán tăng trưởng tại Việt Nam 1986-2006

Năm	Y (tỉ VND 1994)	GY	L(Lao động, triệu người)	GL	I (tỉ VND) 1994	K (K/Y=2)
1986	109189	2,79	27	1,35	6005,4	218378
1987	113154	3,58	28,5	1,37	8486,55	212521,29
1988	119960	5,14	28,5	1,58	12955,68	210491,13
1989	125571	7,36	28,9	1,4	14063,95	211371,48
1990	131968	5,1	29,4	1,73	16582,89	214012,61
1991	139634	5,96	30,1	2,38	21043,31	219984,96
1992	151782	8,65	30,9	2,66	26774,56	230694,79
1993	164043	8,07	31,6	2,27	39789,12	250134,95
1994	178534	8,84	32,3	2,22	45483	277762,91
1995	195567	9,54	33	2,26	53085,18	310381,23
1996	213833	9,34	33,8	2,21	60093,27	348347,58
1997	231264	8,15	34,5	2,17	65446,75	390216,73
1998	244596	5,76	35,2	2,14	71055,04	435054,62
1999	256272	4,77	36	2,11	70807,33	479882,53
2000	273666	6,79	37,6	4,51	81032,27	527009,37
2001	292535	6,89	38,4	2,13	91191,27	581500,58
2002	313247	7,04	39,5	2,86	104062,3	644237,35
2003	336243	7,3	40,5	2,53	113724,8	714476,68
2004	362093	7,7	41,6	2,72	128374,7	792657,82
2005	392871	8,5	42,2	2,68	144183,6	881377,49
2006	424301	8,2	43,8	2,73	159112,7	980143,01

Nguồn: ADB, WB

Bảng 5. Tính toán tăng trưởng ở Việt Nam (1987-2006)

Giả thiết 1: vốn/GDP=2; tỉ lệ lao động =0,5
Giả thiết 2: vốn/GDP=2; tỉ lệ lao động =0,6
Giả thiết 3: vốn/GDP=2; tỉ lệ lao động=0,7

	K/Y=2; Tỉ lệ lao động=0,5				K/Y=2; Tỉ lệ lao động=0,6				K/Y=2; Tỉ lệ lao động=0,7			
Năm	GY	GL	GTFP	GK	GY	GL	GTFP	GK	GY	GL	GTFP	GK
1986	2,79	1,35	n/a!	n/a	2,79	1,35	n/a	n/a	2,79	1,35	n/a	n/a
1987	3,58	1,37	4,24	-2,68	3,58	1,37	3,83	-2,68	3,58	1,37	3,43	-2,68
1988	5,14	1,58	4,82	-0,96	5,14	1,58	4,57	-0,96	5,14	1,58	4,32	-0,96
1989	7,36	1,4	6,45	0,42	7,36	1,4	6,36	0,42	7,36	1,4	6,26	0,42
1990	5,1	1,73	3,61	1,25	5,1	1,73	3,56	1,25	5,1	1,73	3,51	1,25
1991	5,96	2,38	3,38	2,79	5,96	2,38	3,42	2,79	5,96	2,38	3,46	2,79
1992	8,65	2,66	4,88	4,87	8,65	2,66	5,1	4,87	8,65	2,66	5,33	4,87
1993	8,07	2,27	2,73	8,43	8,07	2,27	3,34	8,43	8,07	2,27	3,96	8,43
1994	8,84	2,22	2,21	11,05	8,84	2,22	3,09	11,05	8,84	2,22	3,97	11,05
1995	9,54	2,26	2,54	11,74	9,54	2,26	3,49	11,74	9,54	2,26	4,43	11,74
1996	9,34	2,21	2,12	12,23	9,34	2,21	3,12	12,23	9,34	2,21	4,12	12,23
1997	8,15	2,17	1,06	12,02	8,15	2,17	2,04	12,02	8,15	2,17	3,03	12,02
1998	5,76	2,14	-1,05	11,49	5,76	2,14	-0,12	11,49	5,76	2,14	0,82	11,49
1999	4,77	2,11	-1,43	10,3	4,77	2,11	-0,61	10,3	4,77	2,11	0,21	10,3
2000	6,79	4,51	-0,38	9,82	6,79	4,51	0,15	9,82	6,79	4,51	0,68	9,82
2001	6,89	2,13	0,66	10,34	6,89	2,13	1,48	10,34	6,89	2,13	2,3	10,34
2002	7,04	2,86	0,22	10,79	7,04	2,86	1,01	10,79	7,04	2,86	1,8	10,79
2003	7,3	2,53	0,62	10,9	7,3	2,53	1,46	10,9	7,3	2,53	2,3	10,9
2004	7,7	2,72	0,86	10,94	7,7	2,72	1,68	10,94	7,7	2,72	2,5	10,94
2005	8,5	2,68	1,56	11,19	8,5	2,68	2,41	11,19	8,5	2,68	3,27	11,19
2006*	8	2,73	1,03	11,21	8	2,73	1,88	11,21	8	2,73	2,73	11,21
Trungbình	6,91	2,28	2,01	7,91	6,91	2,28	2,56	7,91	6,91	2,28	3,12	7,91

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 6. Đóng góp của Vốn, Lao động và Tổng Năng suất đối với tăng trưởng GDP ở Việt Nam 1986-2006

Giả thiết 1: vốn/GDP=2; tỉ lệ lao động =0,5
Giả thiết 2: vốn/GDP=2; tỉ lệ lao động =0,6
Giả thiết 3: vốn/GDP=2; tỉ lệ lao động=0,7

	K/Y=2; Tỉ lệ lao động=0,5			K/Y=2; Tỉ lệ lao động=0,6			K/Y=2; Tỉ lệ lao động=0,7		
Year	Kcon	Lcon	TFPcon	Kcon	Lcon	TFPcon	Kcon	Lcon	TFPcon
1986	n/a	24,2	n/a	n/a	29,04	n/a	n/a	19,36	n/a
1987	-37,42	19,12	118,31	-29,94	22,94	107	-22,5	26,8	95,7
1988	-9,3	15,38	93,92	-7,44	18,46	88,98	-5,6	21,5	84,0
1989	2,84	9,53	87,63	2,27	11,43	86,29	1,7	13,3	85,0
1990	12,25	16,96	70,79	9,8	20,35	69,85	7,3	23,7	68,9
1991	23,41	19,97	56,62	18,73	23,97	57,31	14,0	28,0	58,0
1992	28,15	15,37	56,48	22,52	18,44	59,03	16,9	21,5	61,6
1993	52,19	14,03	33,78	41,75	16,84	41,41	31,3	19,6	49,0
1994	62,48	12,53	24,99	49,98	15,04	34,98	37,5	17,5	45,0
1995	61,54	11,85	26,6	49,24	14,23	36,54	36,9	16,6	46,5
1996	65,48	11,83	22,68	52,39	14,2	33,41	39,3	16,6	44,1
1997	73,72	13,31	12,97	58,98	15,97	25,06	44,2	18,6	37,1
1998	99,67	18,6	-18,27	79,73	22,32	-2,05	59,8	26,0	14,2
1999	107,93	22,09	-30,01	86,34	26,5	-12,84	64,8	30,9	4,3
2000	72,34	33,26	-5,6	57,88	39,91	2,21	43,4	46,6	10,0
2001	74,98	15,43	9,59	59,98	18,52	21,5	45,0	21,6	33,4
2002	76,6	20,34	3,06	61,28	24,41	14,31	46,0	28,5	25,6
2003	74,26	17,24	8,5	59,41	20,69	19,9	44,6	24,1	31,3
2004	71,17	17,66	11,17	56,93	21,2	21,87	42,7	24,7	32,6
2005	65,84	15,76	18,4	52,67	18,92	28,41	39,5	22,1	38,4
2006	70,04	17,06	12,9	56,03	20,48	23,5	42,0	23,9	34,1
Average	52,41	17,22	30,72	41,93	20,66	37,83	31,4	24,1	44,9

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 7. Đóng góp của ODA trong Tổng Vốn và Tăng trưởng 1993-2006

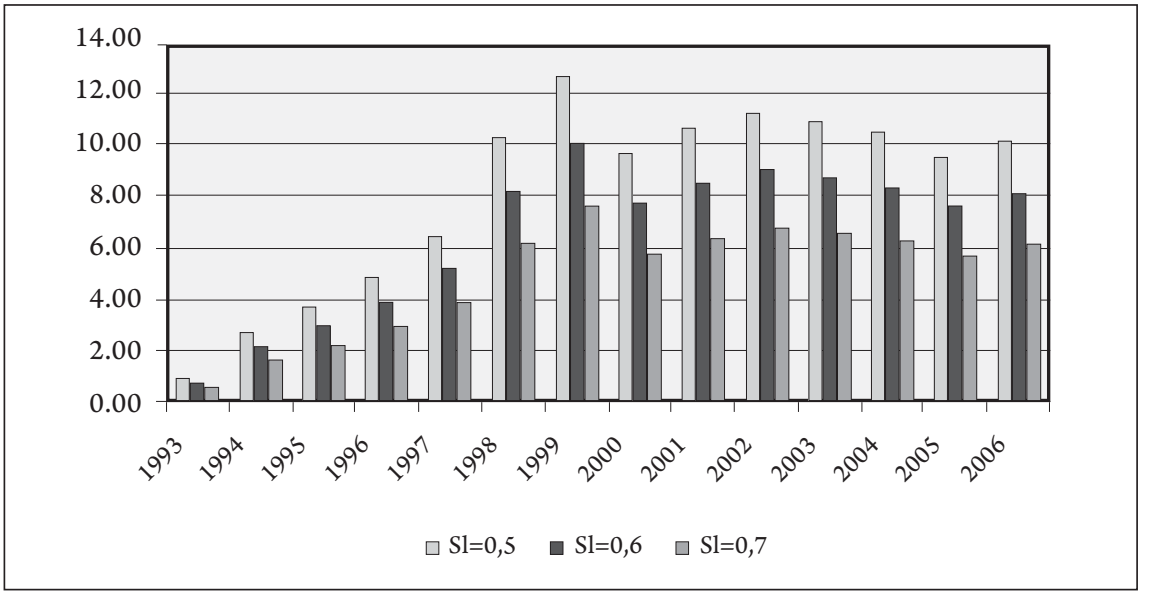
Giả thiết 1: vốn/GDP=2; tỉ lệ lao động =0,5
Giả thiết 2: vốn/GDP=2; tỉ lệ lao động =0,6
Giả thiết 3: vốn/GDP=2; tỉ lệ lao động=0,7

(Giá không đổi năm 1994)

Năm	K (K/Y=2)	ODA (Tỷ USD)	DA (Tỷ đồng)	ODA tích luỹ (Tỷ đồng)	ODA tích luỹ/Tổng vốn	ODA/ Đầu tư	Đóng góp của ODA đối với tăng trưởng GDP		
1986	218378						Tỉ lệ lao động		
1987	212521						0,5	0,6	0,7
1988	210491								
1989	211371								
1990	214013								
1991	219985								
1992	230695								
1993	250135	0,413	4394,73	4394,73	1,76	0,11	0,92	0,73	0,55
1994	277763	0,725	7950,13	12081,18	4,35	17,48	2,72	2,17	1,63
1995	310381	0,737	7382,24	18738,55	6,04	13,91	3,72	2,97	2,23
1996	348348	0,9	8523,04	26137,28	7,50	14,18	4,91	3,93	2,95
1997	390217	1	9719,88	34288,92	8,79	14,85	6,48	5,18	3,89
1998	435055	1.242	12715,17	44946,75	10,33	17,89	10,3	8,24	6,18
1999	479883	1,35	13932,88	56182,83	11,71	19,68	12,64	10,11	7,58
2000	527009	1,65	17576,47	70388,33	13,36	21,69	9,66	7,73	5,80
2001	581501	1,5	16670,04	82835,07	14,25	18,28	10,68	8,54	6,41
2002	644237	1,55	17186,67	95051,63	14,75	16,52	11,3	9,04	6,78
2003	714477	1,41	15219,06	104567,59	14,64	13,38	10,87	8,69	6,52
2004	792658	1,8	18720,30	117013,84	14,76	14,58	10,51	8,4	6,30
2005	881377	1,8	18063,04	128056,05	14,53	12,53	9,57	7,65	5,74
2006	980143	2,2	21685,65	142058,34	14,49	13,63	10,15	8,12	6,09
Trung bình	434792	1.306	13552,81	66910,08	10,80	14,91	8,17	6,54	4,90

Nguồn: Tính toán của tác giả

Hình 1. Đóng góp của ODA đối với tăng trưởng GDP tại Việt Nam 1993-2006*



Nguồn: Tính toán của tác giả

* Sự ước lượng này chỉ ra rằng ODA là một trong những nguồn của tăng trưởng GDP, cùng với Lao động, Đầu tư trong nước.

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Solow, Robert M. 1957. "Technical Change and the Aggregate Production Function." Review of Economics and Statistics, 39, August, 312-320.
2. Barro, Robert J and Xavier Sala-i-Martin. 2004. "Economic Growth" 2nd ed. Cambridge, MA: MIT Press.
3. Kendrick, John W. 1961. "Productivity Trends in the United States" Princeton, NJ: Princeton University Press
4. Denison, Edward F. 1962. "Sources of Growth in the United States and the Alternatives before Us." New York: Committee for Economic Development.
5. Jorgenson, Dale W., and Zvi Griliches. 1967. "The Explanation of Productivity Change." Review of Economic Studies, 34, July, 249-280.
6. Le Thanh Nghiep., Le Huy Qui. 2000. "Measuring the Impact of Doi Moi on Vietnam's GDP." Asian Economic Journal, Vol 14, No 3, September, 317-322.
7. Tran Tho Dat. 2004. "Total Factor Productivity of Vietnam." Report for Asian Productivity Organization.
8. Vu Quoc Ngu. 2003. "Technical Efficiency of Industrial State Owned Enterprises in Vietnam." Asian Economic Journal, Vol 17, No 1, March, 87-101.
9. Jorgenson, Dale, and Eric Yip. 2001. "Whatever Happened to Productivity Growth?" New Developments in Productivity Analysis, Chicago, University of Chicago Press.
10. Young, Alwyn. 1995. "The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Realities of the East Asian Growth Experience." Quarterly Journal of Economics, 110, August, 641-680.

CHƯƠNG V
ĐỊNH HƯỚNG THU HÚT VÀ SỬ DỤNG VỐN VIỆN TRỢ PHÁT TRIỂN CHÍNH THỨC (ODA) CỦA VIỆT NAM

Lê Quốc Hội

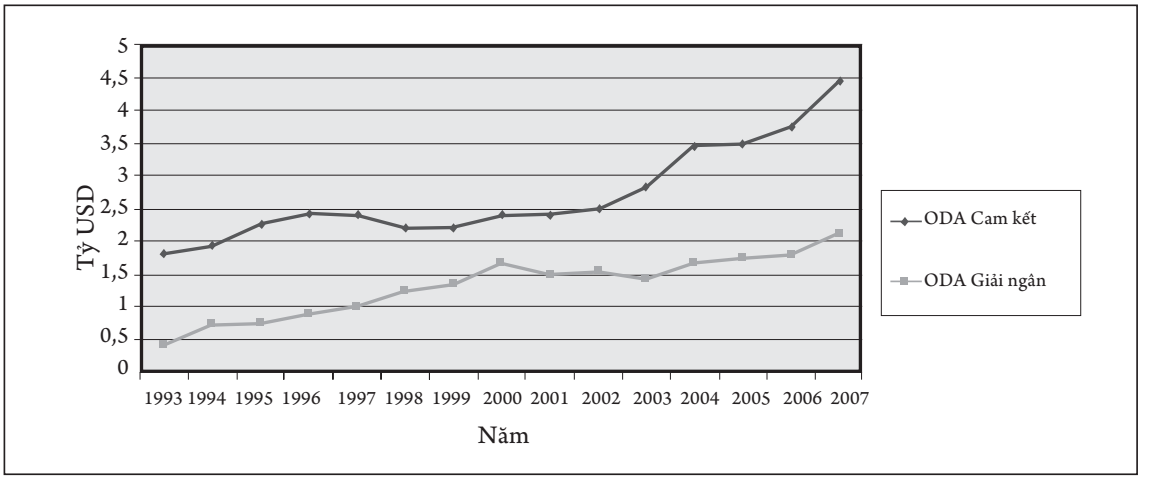
Tóm tắt

Từ khi nối lại quan hệ với các định chế tài chính quốc tế (năm 1993) đến nay, Việt Nam đã thu hút được một lượng lớn nguồn vốn ODA và nguồn vốn này đã góp phần quan trọng vào xây dựng cơ sở hạ tầng, xóa đói giảm nghèo, cải cách thể chế, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và phát triển kinh tế xã hội. Tuy nhiên, việc nâng cao hiệu quả sử dụng nguồn vốn ODA đang là mối quan tâm hàng đầu không chỉ đối với người thụ hưởng, cơ quan quản lý mà còn đối với các nhà tài trợ và các nhà hoạch định chính sách. Bài viết này phân tích thực trạng thu hút và sử dụng vốn ODA ở Việt Nam thời kỳ 1993-2007 và đưa ra một số định hướng và giải pháp nhằm nâng cao hơn nữa hiệu quả sử dụng nguồn vốn ODA.

1. Thực trạng thu hút và sử dụng vốn ODA

Việt Nam đã trở thành một điểm đến hấp dẫn đối với ODA cho phát triển kinh tế - xã hội từ năm 1993. Hình 1 cho thấy dòng vốn ODA vào Việt Nam có xu hướng tăng qua các năm. Sự giảm sút vốn cam kết năm 1997 và 1998 là phản ánh tác động của khủng hoảng tiền tệ châu Á. Trong thời kỳ 1993-2007, Việt Nam đã đạt được những kết quả ấn tượng trong thu hút và sử dụng ODA. Tổng cộng 37 tỷ USD đã được các nhà tài trợ cam kết cho Việt Nam, chiếm khoảng 2% tổng ODA toàn cầu. Trong số vốn cam kết đó, 22,6 tỷ USD đã được ký kết. Bình quân mỗi năm Việt Nam đã thu hút được 2,5 tỷ USD vốn ODA.

Hình 1. ODA cam kết và giải ngân thời kỳ 1993- 2007



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Như được minh hoạ ở Hình 1, vốn ODA giải ngân đã tăng hơn 4 lần trong thời gian từ 1993 đến 2007. Hầu hết sự gia tăng dài hạn của vốn giải ngân là ở vốn vay hơn là vốn không hoàn lại. Gần một nửa (49%) của nguồn vốn vay có lãi suất thấp hơn 1%/ năm và thời gian trả nợ ít nhất là 30 năm, trong đó có 10 năm ân hạn. Một phần ba của nguồn vốn vay là với lãi suất hàng năm từ 1% đến 2,5% (MPI, 2007). Hơn nữa, một phần lớn của khoản vay ODA sẽ được xem xét trong điều kiện hạn chế khả năng trả nợ bên ngoài của Việt Nam. Tổng nợ quy đổi của Việt Nam khoảng 37%GDP năm 2007 (MPI, 2007), điều này cho thấy không có dấu hiệu nguy hiểm của khủng hoảng nợ ở Việt Nam.

Cùng với xu hướng tăng lên của ODA, Việt Nam đã thực hiện đa phương hóa quan hệ với các nhà tài trợ. Đến nay đã có 28 nhà tài trợ ODA song phương và 23 tổ chức tài trợ ODA đa phương cho Việt Nam. Ngoài ra còn có trên 350 tổ chức phi chính phủ hoạt động tại Việt Nam cung cấp bình quân một năm khoảng 100 triệu USD viện trợ không hoàn lại. Trong số các nhà tài trợ, có 3 nhà tài trợ có quy mô cung cấp ODA lớn nhất là Nhật Bản, WB và ADB, chiếm trên 70% tổng giá trị ODA được ký kết trong thời kỳ 1993 - 2006, trong đó Nhật Bản chiếm trên 40%.

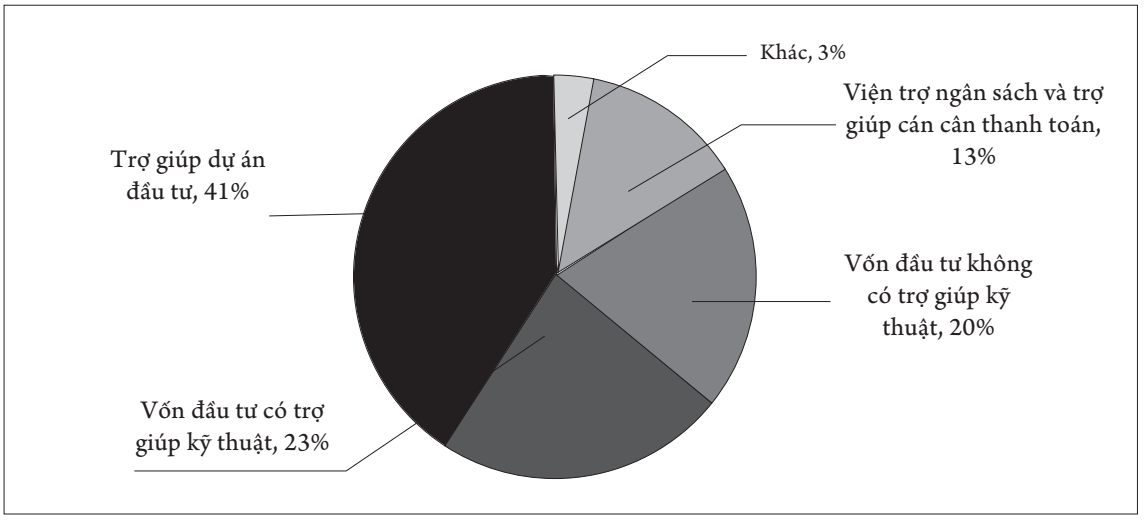
Bảng 1. ODA cam kết của 10 nhà tài trợ hàng đầu cho Việt Nam giai đoạn 1993-2006

Nhà tài trợ	Số lượng vốn cam kết (triệu USD)	Tỷ trọng (%)
Nhật Bản	8.469,73	42,9
WB	5.329,82	26,61
ADB	2.900,97	14,49
Pháp	912,26	4,56
Đức	597,35	2,98
Đan Mạch	549,48	2,74
Thuỵ Điển	412,83	2,06
Trung Quốc	301,08	1,50
Úc	282,32	1,41
EU	269,83	1,35

Nguồn: Bộ kế hoạch và đầu tư

ODA ở Việt Nam được tập trung chủ yếu ở trợ giúp dự án đầu tư (41%), nhưng với một lượng vốn tương đối được dành cho trợ giúp kỹ thuật (23%) và vốn đầu tư không có trợ giúp kỹ thuật (20%). Chỉ có 13% của vốn giải ngân năm 2005 là cho các chương trình viện trợ ngân sách và trợ giúp cán cân thanh toán (xem Hình 2).

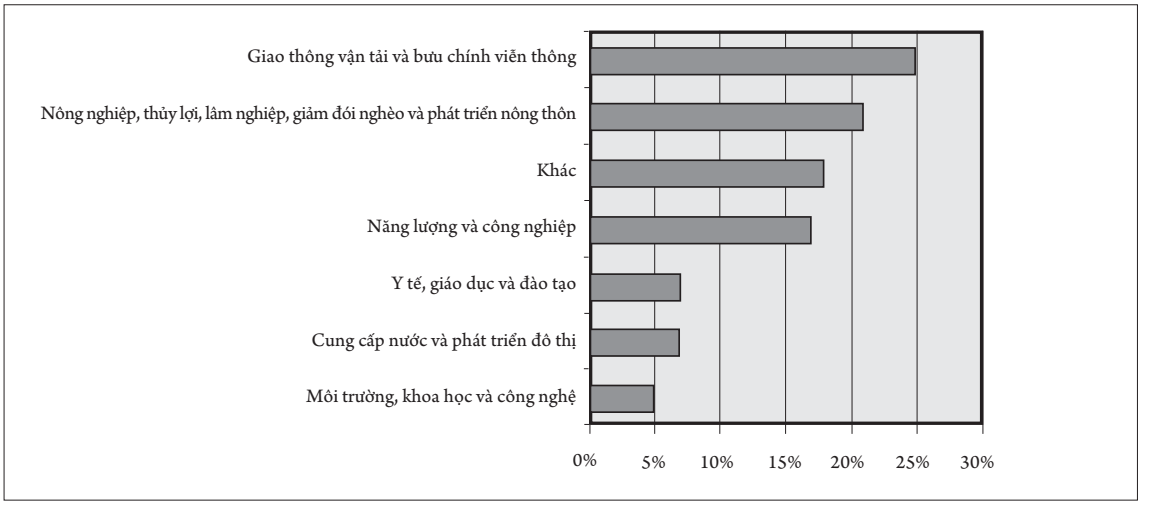
Hình 2. ODA giải ngân theo loại hình năm 2005



Nguồn: Bộ kế hoạch và đầu tư

Vốn ODA được phân bố chủ yếu theo sự ưu tiên mà chính phủ đặt ra cho các ngành kinh tế. Sự phân bổ vốn giải ngân ODA tương ứng với các lĩnh vực được thể hiện trong hình 3. Giao thông vận tải, bưu chính viễn thông, năng lượng và công nghiệp với đối tượng là những dự án cơ sở hạ tầng lớn chiếm tỷ lệ lớn nhất (42%), tiếp theo là nông nghiệp và phát triển nông thôn (21%), và với một tỷ lệ ít hơn ODA được phân bổ cho giáo dục, đào tạo, y tế, môi trường và công nghệ (12%). Các lĩnh vực còn lại chiếm khoảng 18% tổng số vốn ODA giải ngân.

Hình 3. Cơ cấu ODA giải ngân theo ngành, 2001-2005

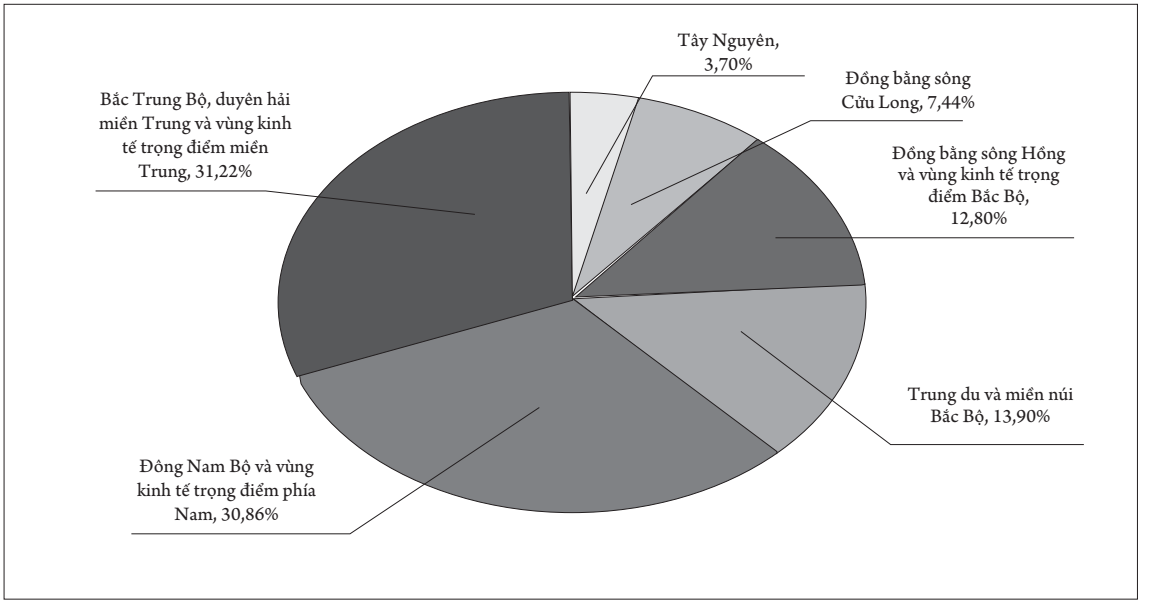


Nguồn: Bộ kế hoạch và đầu tư

Xét về cơ cấu ODA theo vùng, vùng Bắc Trung Bộ, Duyên hải miền Trung và vùng kinh tế trong điểm miền Trung chiếm tỷ lệ cao nhất (31,22%), tiếp theo là Đông Nam Bộ và vùng kinh tế trọng điểm phía Nam (30,86%). ODA cho vùng Tây Nguyên và đồng bằng sông Cửu Long chiếm tỷ trọng nhỏ, lần lượt là 3,7% và 7,44%. Vùng Bắc Trung Bộ và Duyên hải miền Trung có giá trị ODA bình quân đầu người cao nhất (52,46 USD), tiếp theo là vùng miền núi phía Bắc (33,98 USD), vùng Đông Nam Bộ (25,4 USD), vùng Tây Nguyên (21,89 USD). Hai vùng có ODA bình quân đầu người thấp nhất là đồng bằng sông Cửu Long (11,19 USD) và đồng bằng sông Hồng (18,42 USD).

ODA đã bổ sung một nguồn vốn quan trọng cho phát triển kinh tế - xã hội ở Việt Nam. Trong giai đoạn 1996-2006, ODA đã bổ sung khoảng 11,2% tổng vốn đầu tư toàn xã hội và khoảng 17% tổng vốn đầu tư từ ngân sách nhà nước (bảng 2). Nguồn vốn ODA đã tạo nên sự phát triển trên nhiều mặt của nền kinh tế. Nhờ vốn ODA, cơ sở hạ tầng của Việt Nam đã có sự thay đổi rõ rệt cả về mặt số lượng và chất lượng, tạo điều kiện thuận lợi để nâng cao hiệu quả sử dụng nguồn vốn trong nước và tăng cường thu hút FDI. Hơn nữa, ODA còn góp phần

Hình 4. Vốn ODA cam kết theo vùng thời kỳ 2001-2005



Nguồn: Bộ kế hoạch và đầu tư

Bảng 2. Vốn ODA giải ngân trong tổng vốn đầu tư toàn xã hội

Đơn vị: triệu USD

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
GDP	24654	26791	27186	28674	31132	32473	35028	39530	45436	52893	60877
Tổng vốn đầu tư toàn XH	7920	9257	8820	9404	10657	11503	13085	15417	18479	21627	24937
Vốn ODA	900	1000	1242	1350	1650	1500	1528	1422	1650	1752	1785
Vốn ODA/tổng vốn đầu tư toàn xã hội (%)	11,3	10,8	14,1	14,3	15,4	13,0	11,6	9,2	8,9	8,1	7,2
Vốn ODA/GDP (%)	3,65	3,73	4,56	4,58	4,55	4,61	4,36	3,59	3,63	3,31	3,0

Nguồn: Tính toán của tác giả từ số liệu của Bộ Kế hoạch và Đầu tư và Tổng cục Thống kê.

xóa đói đói nghèo, phát triển nguồn lực con người, chuyển giao tiến bộ công nghệ, kinh nghiệm quản lý tiên tiến và nâng cao năng lực thể chế.

Một câu hỏi cần phải được trả lời là: Tại sao Việt Nam đã thu hút được rất nhiều ODA những năm gần đây? Có một vài lý do chính cho câu hỏi này. Thứ nhất, Việt Nam đã có một chế độ chính trị ổn định và sự nghiệp đổi mới toàn diện kinh tế - xã hội đã đưa Việt Nam trở thành một trong những nước được ưa thích của cộng đồng viện trợ. Thứ hai, Việt Nam đã thu được lợi ích từ những kết quả ấn tượng về tăng trưởng kinh tế và giảm đói nghèo nhanh trong thời điểm mà các nhà tài trợ dành sự tập trung hơn vào lĩnh vực giảm nghèo và có mong muốn

sẽ dành viện trợ vào những nước sử dụng tốt nguồn vốn này. Thứ ba, tiến trình hội nhập sâu và chủ động vào kinh tế thế giới và khu vực, sự năng động của nền kinh tế, tiến trình cải cách hành chính và mong muốn của chính phủ Việt Nam tiếp tục gắn bó với các nhà tài trợ đã bổ sung thêm sự thiện cảm từ các nhà tài trợ.

Từ cách nhìn của nước tiếp nhận viên trợ, ODA sẽ được xem như một nguồn lực thực sự nếu nó được kết hợp sử dụng có hiệu quả với các nguồn lực trong nước khác để đạt được các mục tiêu quốc gia trong từng thời kỳ nhất định. Từ cách nhìn của nhà tài trợ, ODA sẽ trở thành một nguồn vốn viện trợ thực sự nếu nó được chuyển cho nước tiếp nhận để gián tiếp hay trực tiếp tạo ra các điều kiện cho phát triển. Từ cả hai cách tiếp cận đó đối với ODA và từ những tác động của nguồn vốn này trong thời gian qua, có thể khẳng định rằng ODA ở Việt Nam đã trở thành một nguồn vốn thực sự và có hiệu quả trong tiến trình đổi mới. Tuy nhiên, bên cạnh những thành công trong thu hút và sử dụng vốn ODA, còn tồn tại nhiều vấn đề mà Việt Nam cần phải giải quyết để sử dụng nguồn vốn này có hiệu quả hơn trong tương lai.

2. Một số vấn đề tồn tại của ODA ở Việt Nam

Hiệu quả sử dụng thấp

Nâng cao hiệu quả sử dụng ODA là một trong những vấn đề quan trọng mà Việt Nam phải giải quyết. Một trong những nguyên nhân chính của việc sử dụng chưa có hiệu quả ODA đó là nhận thức và hiểu về bản chất của ODA chưa được chính xác và đầy đủ trong quá trình huy động và sử dụng. Nhận thức cho rằng ODA là cho không và trách nhiệm trả nợ nguồn vốn vay ODA thuộc về chính phủ. Nhận thức sai lệch như vậy đã dẫn đến tình trạng kém hiệu quả trong việc thực hiện một số chương trình và dự án ODA. Thực tế, mặc dù hầu hết ODA là dưới dạng các khoản vay ưu đãi với lãi suất thấp, thời gian trả nợ và ân hạn dài, ODA không phải là thứ cho không và việc sử dụng ODA là một sự đánh đổi. Nếu ODA được sử dụng không hiệu quả, gánh nặng trả nợ sẽ tăng lên. Mặt khác, việc kết hợp nguồn vốn ODA với các nguồn vốn khác còn yếu, điều này cũng làm giảm hiệu quả của nguồn vốn ODA.

Giải ngân chậm

Tỷ lệ giải ngân ODA ở Việt Nam vẫn còn thấp. Từ năm 1993 đến 2006, vốn ODA đã giải ngân là 15,9 tỷ USD, chỉ chiếm 42,9% tổng số ODA cam kết (37 tỷ USD). Như trong hình 1, tỷ lệ giải ngân bình quân chỉ khoảng 50% trong những năm gần đây. Tỷ lệ giải ngân thấp này đồng hành với việc tiến độ giải ngân vốn

[1] Xem Thời báo Kinh tế Việt Nam (2006)

ODA chậm và chỉ đáp ứng được 70-80% yêu cầu giải ngân bình quân một năm của thời kỳ kế hoạch. Mức giải ngân ODA lại có sự khác nhau giữa các nhà tài trợ và giữa các loại hình dự án. Các dự án hỗ trợ kỹ thuật thường có mức giải ngân cao (chủ yếu là chi cho chuyên gia, mua sắm thiết bị, máy móc và đào tạo). Các dự án đầu tư xây dựng thường giải ngân chậm (chi phí nhiều thời gian cho công tác chuẩn bị như đền bù, di dân và tái định cư).

Tỷ lệ giải ngân bình quân của Việt Nam cũng thấp hơn của các nước ASEAN (xem Bảng 3). Tỷ lệ ODA trong GDP của Việt Nam dao động từ 3,0% đến 4,5%, thấp hơn một số nước có cùng trình độ phát triển kinh tế[1]. Việt Nam cần phải tăng nỗ lực để đẩy nhanh giải ngân ODA vì so với sự tăng lên của vốn cam kết mỗi năm, kết quả đạt được còn xa với mong đợi. Theo dự đoán của các chuyên gia Ngân hàng phát triển Châu Á, nếu Việt Nam cải thiện được tỷ lệ giải ngân ODA, tốc độ tăng trưởng GDP có thể tăng từ mức 8 – 8,4% như hiện tại lên tới 9% và Việt Nam có thể đạt được một nước có mức thu nhập trung bình vào năm 2009, sớm hơn mục tiêu năm 2010.

Bảng 3. Tỷ lệ giải ngân vốn ODA của Việt nam và một số nước ASEAN[2] giai đoạn 2001-2005

Nhà tài trợ	Tỷ lệ giải ngân bình quân của một số nước ASEAN (%)	Tỷ lệ giải ngân bình quân của Việt nam (%)
WB	18%/năm	15%/năm
ADB	20%/năm	18%/năm
Nhật Bản (JBIC)	15%/năm	9,3%/năm

Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Có một vài nguyên nhân giải thích vì sao ODA lại giải ngân chậm ở Việt Nam. Thứ nhất, các chương trình và dự án ODA thông thường phải mất một thời gian dài để triển khai. Khoảng 50% nguồn vốn ODA ở Việt Nam được dành cho các dự án cơ sở hạ tầng, lĩnh vực cần nhiều thời gian hơn để tiến hành và thậm chí kết thúc chậm hơn từ 3 đến 5 năm so với các dự án ở các lĩnh vực khác, điều này đã dẫn đến việc giải ngân chậm. Một số nước đang phát triển khác, chẳng hạn như một số nước ở châu Phi, chỉ sử dụng một phần ba nguồn vốn ODA cho các dự án

[2] Các nước ASEAN bao gồm Thái Lan, Malayxia, Indonexia và Philipin.

cơ sở hạ tầng và có tỷ lệ giải ngân cao hơn. Thứ hai, năng lực quản lý và giám sát thực hiện dự án và chương trình ODA của Việt Nam còn hạn chế và bất cập, đặc biệt là ở khi có sự tham gia của chính quyền địa phương. Thứ ba, khuôn khổ pháp lý về quản lý và sử dụng vốn ODA chưa đồng bộ và được giải thích chưa đồng bộ. Hơn nữa, sự khác nhau trong nhận thức giữa bên Việt Nam và các nhà tài trợ còn lớn và điều này làm hạn chế việc thực hiện các dự án. Trong Hội nghị tư vấn các nhà tài trợ gần đây (2007), các nhà tài trợ của Việt Nam đã khẳng định rằng việc giải ngân ODA sẽ được cải thiện mạnh mẽ nếu có được một số hài hoà trong cách mà chính phủ Việt Nam và các nhà tài trợ lựa chọn để thực hiện.

Giám sát, theo dõi và đánh giá dự án còn yếu

Việc quản lý sử dụng vốn ODA thời gian qua được thực hiện bởi cơ chế giám sát song trùng bởi cả bên Việt Nam và đại diện phía nhà tài trợ. Tuy nhiên, do sự không rõ ràng và những điều kiện ràng buộc nên các cơ quan quản lý hay tiếp nhận nguồn viện trợ không được toàn quyền quyết định. Thực tế, nhiều cơ quan được giao trọng trách quản lý nhà nước về ODA chủ yếu quan tâm đến việc làm thế nào thu hút được nhiều ODA với điều kiện thuận lợi nhất, còn việc thực hiện, giám sát và thẩm định hiệu quả dự án phần lớn giao phó cho chủ đầu tư mà đại diện là các ban quản lý dự án. Bên cạnh đó, kinh nghiệm và năng lực thẩm định và đánh giá tình hình thực hiện các chương trình dự án ODA của chủ dự án và ban quản lý dự án chưa nhiều. Do vậy, công tác theo dõi các chương trình dự án mới chỉ dừng lại ở việc báo cáo tiến độ, tình hình giải ngân, phục vụ yêu cầu của cấp trên và nhà tài trợ để được giải ngân vốn.

Cơ cấu tổ chức và năng lực cán bộ còn yếu

Cơ cấu tổ chức và năng lực cán bộ trong công tác quản lý và thực hiện ODA còn yếu và chưa đáp ứng những yêu cầu của việc nâng cao hiệu quả ODA. Sự thất thoát và tham nhũng ở dự án PMU18 và những dự án lớn trong lĩnh vực dầu khí là những ví dụ của việc hạn chế về quản lý và theo dõi ODA. Theo điều tra thực hiện bởi CIEM và JICA (2003), hầu hết những người tham gia trong quá trình thực hiện ODA đều bày tỏ quan điểm rằng các thủ tục thẩm định và chấp nhận các dự án mới của bên Việt Nam còn phức tạp và cơ bản chưa hài hoà với quy trình và thủ tục của các nhà tài trợ. Một nghị định của chính phủ để giải quyết vấn đề này đã được đề ra nhưng đến nay vẫn chưa được thực hiện đầy đủ. Thách thức còn lại là đảm bảo sự minh bạch và trách nhiệm trong quản lý ODA từ phía Việt Nam.

Phân cấp ODA còn nhiều bất cập

Phân cấp trong quản lý và sử dụng ODA đã được thực hiện và thu được

những kết quả quan trọng như mở rộng đối tượng hưởng thụ và nâng cao quyền tự chủ của chính quyền địa phương. Tuy nhiên, việc phân cấp ODA chưa đáp ứng được những yêu cầu của đổi mới quản lý nguồn lực công. Chính sách phân cấp trong quản lý và sử dụng ODA chưa có sự thống nhất giữa trung ương và địa phương. Những hạn chế năng lực của đội ngũ cán bộ ở địa phương về chuyên môn nghiệp vụ và ngoại ngữ cũng là nhân tố làm hạn chế việc phân cấp và sử dụng hiệu quả nguồn vốn này. Sự phối hợp kém giữa chính quyền trung ương và địa phương, giữa chính quyền địa phương và các nhà tài trợ đã dẫn tới sự chậm trễ trong quá trình thiết kế và thực hiện dự án. Tình trạng này cũng dễ dẫn đến việc lãng phí và hiệu quả ODA. Để nâng cao hiệu quả ODA, cần phải có sự đầu tư lớn hơn về xây dựng năng lực cho quản lý và điều hành ở địa phương.

Trả nợ

Vấn đề trả nợ ODA cũng cần được đặt ra từ bây giờ. Ở Việt Nam, việc huy động ODA mới chỉ tập trung và việc thu hút càng nhiều ODA với các điều kiện dễ dàng, tuy nhiên nguồn lực và khả năng trả nợ vẫn chưa được quan tâm đúng mức. Theo số liệu từ MPI, tổng nợ của Việt nam hiện nay khoảng hơn 22 tỷ USD và chiếm khoảng 37% GDP. Với mức nợ an toàn là 40% GDP theo như khuyến cáo của IMF, khả năng vay nợ của Việt Nam không còn nhiều. Do vậy, Việt Nam cần quan tâm đến nguồn trả nợ và vấn đề nâng cao hiệu quả sử dụng ODA trở nên quan trọng cho việc trả nợ ODA.

Bảng 4. Tổng các khoản nợ của Việt Nam

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Tổng nợ (Tỷ USD)	11,8	11,9	11,8	13,3	16,7	18,9	22,2
% GDP	39	37,4	34	34	36,8	35,8	36,6

Nguồn: Bộ kế hoạch và đầu tư

Sử dụng ODA với chiến lược phát triển vùng, ngành và quốc gia

Phát triển theo trung tâm và lan tỏa dần là vấn đề có tính quy luật trong phát triển kinh tế theo không gian. Chính vì vậy, tập trung vốn ODA xây dựng một tổ hợp hạ tầng kinh tế - xã hội ở các vùng trọng điểm trong một thời gian ngắn, tạo ra một vùng kinh tế phát triển là phương án tối ưu. Tuy nhiên, việc sử dụng ODA hiện chưa hoàn toàn đồng bộ với chiến lược phát triển vùng với cơ sở hạ tầng quy mô lớn là trọng tâm. Một lượng lớn nhất ODA đã được phân bổ vào xây dựng cơ sở hạ tầng nhưng nhiều dự án ODA được phê duyệt vẫn nằm trong kế hoạch và hoặc chưa được hoàn thành do nhiều lý do khác nhau. Hơn nữa, chiến lược và

kế hoạch thu hút và sử dụng ODA chưa được gắn kết và lồng ghép một cách đồng bộ với các chính sách và quy hoạch phát triển ngành, vùng và quốc gia cũng như các kế hoạch dài hạn và hàng năm. Điều này cũng ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng nguồn vốn ODA và yêu cầu bảo đảm sự chủ động của Việt Nam trong việc sử dụng ODA.

3. Định hướng thu hút và sử dụng ODA trong tương lai

Trong giai đoạn 2008-2010, định hướng ODA là tiếp tục thu hút ODA với việc nâng cao hiệu quả quản lý, hiệu quả sử dụng nguồn ODA và đảm bảo khả năng trả nợ. Trọng tâm của giai đoạn này là cần đẩy nhanh giải ngân các dự án và chương trình ODA đã ký kết để đưa các công trình vào khai thác và sử dụng, góp phần nâng cao hiệu quả sử dụng ODA. Để đảm bảo hiệu quả ODA, các chương trình và dự án phải được sử dụng dựa trên các kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội của ngành, địa phương và cả nước. Các đơn vị thụ hưởng cũng phải lồng ghép các chương trình và dự án ODA vào kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội của mình. Các lĩnh vực ưu tiên sử dụng vốn ODA trong thời kỳ này bao gồm: phát triển nông nghiệp, nông thôn; xây dựng cơ sở hạ tầng kinh tế đồng bộ và hiện đại; xây dựng kết cấu hạ tầng xã hội; bảo vệ môi trường và các nguồn tài nguyên thiên nhiên; tăng cường năng lực thể chế và phát triển nguồn nhân lực; chuyển giao công nghệ, năng lực nghiên cứu và triển khai. Hơn nữa, Việt Nam cần xây dựng các chương trình và dự án gối đầu có chất lượng và hiệu quả cho giai đoạn sau năm 2010.

Trong những năm tới, nhu cầu về xây dưng cơ sở hạ tầng vẫn rất lớn để đáp ứng sự gia tăng của sản xuất công nghiệp. Hơn nữa, lợi ích thu được từ các công trình cơ sở hạ tầng như đường sá, cầu cống và điện rất cao và do vậy sự phân bổ nhiều vốn ODA vào lĩnh vực này là cần thiết. Mặt khác, chính phủ Việt Nam có mục tiêu phát triển những ngành công nghiệp thu hút nhiều lao động và giảm tỷ lệ lao động trong lĩnh vực nông nghiệp. Theo sự thay đổi cơ cấu kinh tế này, một chiến lược mới sử dụng ODA là rất cần thiết. Một mặt, phát triển cơ sở hạ tầng, đặc biệt là các ngành giao thông vận tải, bưu chính viễn thông và điện, cần được xem là những ưu tiên cao nhất. Mặt khác, ODA cần được phân bổ cho các khu vực và vùng ưu tiên, như các vùng nghèo và khó khăn. Sự ưu tiên ODA cho cơ sở hạ tầng và những vùng ưu tiên là cần thiết nhằm duy trì tăng trưởng kinh tế bền vững và giảm đói nghèo.

Việt Nam hướng tới nguồn vốn vay thương mại sau năm 2010. Theo Ngân hàng thế giới, một nước đang phát triển được xếp vào nước có mức thu nhập trung bình (GDP bình quân đầu người đạt trên 1.000 USD) sẽ nhận được ít vốn ODA có điều kiện ưu đãi cao. Đến năm 2010, GDP bình quân đầu người của Việt

Nam dự định đạt đến 1.050 USD. Khi thời điểm đó đến, các nhà tài trợ sẽ muốn tăng lượng ODA có ít điều kiện ưu đãi cho Việt Nam. Do vậy, Việt Nam cần phải sử dụng tốt hơn nguồn vốn ODA đã nhận được. Mặt khác, khi Việt Nam trở thành một nước mà người dân có mức thu nhập trung bình, nhiều vấn đề mới sẽ nảy sinh. Thực tế cho thấy, ở một số nước như Philipin hay Sri Lanka không có sự cải thiện nào đạt được sau khi đạt được mức thu nhập trung bình. Do vậy, Việt Nam không nên theo bước chân của những nước này. Thay vào đó, Việt Nam cần phải xây dựng và đi theo chiến lược riêng của mình, đặc biệt là cải cách việc huy động và sử dụng vốn ODA. Xây dựng năng lực cho tương lai cũng là một điều quan trọng, trong đó đặc biệt năng lực quản lý và năng lực con người.

Khi Việt Nam trở thành một nước có mức thu nhập trung bình, tỷ trọng nguồn vốn ODA có điều kiện cao trong tổng vốn ODA sẽ giảm xuống, đồng thời vốn vay ODA có điều kiện gần với vay thương mại sẽ tăng lên. Do vậy, Việt Nam cần phải xây dựng kế hoạch giảm vốn vay ODA sau năm 2010. Hơn nữa, kinh nghiệm sử dụng các khoản vay thương mại cũng cần được nghiên cứu để chuẩn bị các điều kiện thu hút và sử dụng có hiệu quả nguồn vốn này trong tương lai. Để sử dụng hiệu quả các nguồn vốn này, Việt Nam cần có định hướng phân bổ ODA hợp lý. Cụ thể, trong khi vốn ODA với các điều kiện ưu đãi cao cần được ưu tiên sử dụng để phát triển cơ sở hạ tầng kinh tế xã hội, vốn ODA gắn với các điều kiện kém ưu đãi và vốn vay thương mại cần phải được sử dụng cho các chương trình, dự án, ngành và vùng có khả năng thu hồi vốn nhanh và đảm bảo khả năng trả nợ vốn vay một cách bền vững.

Do cơ cấu nguồn vốn ODA sẽ thay đổi và ODA có thể được thực hiện qua nhiều phương thức khác nhau, việc sử dụng một phương thức cụ thể nào cần phải dựa trên những yêu cầu cụ thể của sự phát triển để đảm bảo sử dụng có hiệu quả ODA. Hơn nữa, Việt Nam sẽ cần phải áp dụng các phương thức và mô hình viện trợ mới như tiếp cận theo chương trình, ngành và hỗ trợ ngân sách. Những mô hình viện trợ mới này sẽ phát huy vai trò làm chủ của chính phủ, giảm chi phí giao dịch, tăng cường hài hoà thủ tục giữa chính phủ và các nhà tài trợ, và đẩy nhanh tiến độ giải ngân các chương trình và dự án ODA.

4. Các giải pháp chính sách

Cơ sở cho việc tiếp tục thu hút và sử dụng ODA ở Việt Nam là rõ ràng. Để sử dụng có hiệu quả hơn nguồn vốn quan trọng này trong tương lai, Việt Nam cần thực hiện các giải pháp và chính sách sau đây.

Thứ nhất, cần nâng cao nhận thức và hiểu đúng về bản chất của ODA. ODA nên được coi là nguồn lực có tính chất bổ sung chứ không thay thế nguồn lực

trong nước đối với mọi cấp độ thụ hưởng. Một điều cũng quan trọng nữa là cần nâng cao quyền tự chủ trong huy động và sử dụng ODA để đáp ứng sự phát triển kinh tế - xã hội của quốc gia, ngành và địa phương, và để nâng cao hiệu quả sử dụng vốn ODA.

Thứ hai, sử dụng ODA có chọn lọc. Một vấn đề quan trọng là ODA cần phải được sử dụng phù hợp và kết hợp hài hoà với các nguồn vốn đầu tư khác. Thực tế, các tranh luận chính sách chính không còn là liệu có nên thu hút ODA hay không mà vấn đề là làm cách nào để tối đa các lợi ích của ODA. Do vậy, chất lượng trong thu hút ODA sẽ quan trọng hơn là số lượng ODA. Điều này có nghĩa là việc huy động và sử dụng ODA cần phải căn cứ vào các yếu tố kinh tế - xã hội và phải đánh giá kỹ các lợi ích mang lại từ việc chuyển giao vốn, kiến thức, công nghệ, kỹ năng và kinh nghiệm quản lý tiên tiến. Một vấn đề quan trọng nữa là tránh việc sử dụng tràn lan và dàn trải vốn ODA, dẫn đến gánh nặng nợ cho đất nước. Để thực hiện điều này, Việt Nam cần xây dựng nguyên tắc ưu tiên để lựa chọn danh mục dự án đầu tư sử dụng nguồn vốn ODA và kiên quyết từ chối các khoản vay ODA nếu thấy không hiệu quả hoặc hiệu quả thấp do các yếu tố ràng buộc.

Thứ ba, cần đẩy nhanh tốc độ giải ngân ODA. Yêu cầu tăng tốc độ giải ngân ODA là trách nhiệm của cả bên Việt Nam và cộng đồng tài trợ. Về phía Việt Nam, chính phủ cần phải đơn giản hoá văn bản pháp lý và thủ tục ODA. Từ phía các nhà tài trợ, hài hoà và đơn giản hoá quy trình thủ tục với chính phủ Việt Nam cũng là điều cần thiết nhằm đảm bảo tiến trình thực hiện có hiệu quả. Như lời nói của Giám đốc WB Việt Nam Ajay Chhibber tại Hội nghị nhóm tư vấn năm 2007: "Một điều cũng thông thường cho cộng đồng tài trợ là cần xem xét hệ thống của Việt Nam, chứ không phải luôn luôn yêu cầu sử dụng hệ thống riêng của họ cho việc thực hiện dự án".

Thứ tư, tối đa hoá hiệu quả và tác động lan toả của ODA. Việc huy động và sử dụng ODA phải dựa trên sự đánh giá tương quan giữa chi phí và lợi ích của các chương trình và dự án để đảm bảo rằng các chương trình và dự án này có hiệu quả cao và tạo ra tác động lan toả đối đa và đóng góp vào phát triển kinh tế. Hiệu quả của ODA phải được đặt trong mối quan hệ với tăng trưởng kinh tế và phát triển bền vững. Hơn nữa, chiến lược, quy hoạch và kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội của cả nước, của từng ngành và địa phương phải được xem xét để nâng cao hiệu quả sử dụng vốn ODA.

Thứ năm, mở rộng diện thụ hưởng ODA tới khu vực tư nhân để thực hiện các chương trình và dự án phục vụ các lợi ích công cộng. Huy động sự tham gia của các đối tượng thụ hưởng là một cách quan trọng để đảm bảo nguồn vốn ODA được sử dụng công khai, minh bạch, có hiệu quả, và tránh được thất thoát, lãng phí và

tham nhũng.

Thứ sáu, xây dựng kế hoạch hợp lý cho việc phân cấp ODA. Phân cấp quản lý và sử dụng ODA là tiến trình không thể đảo ngược trên thế giới cũng như ở Việt Nam. Một mặt, Việt Nam cần tạo sự đồng bộ về chính sách phân cấp trong quản lý và sử dụng ODA, trước hết là quy trình, thủ tục theo hướng tăng cường năng lực, quyền hạn cụ thể cho các địa phương. Mặt khác, Việt Nam cần phải xác định được phân cấp đến mức độ nào và những dự án nào cần được phân cấp. Từ cách nhìn này, những kết quả và kinh nghiệm phân cấp trong thời gian qua cần được xem xét. Một hệ thống các tiêu chí cho việc phân cấp ODA bao gồm thời gian và chi phí thực hiện dự án, năng lực quản lý ODA và hiệu quả hoạt động cũng cần phải được xây dựng.

Thứ bảy, tăng cường theo dõi và quản lý ODA. Giải pháp này bao gồm: (i) đảm bảo tính đồng bộ, nhất quán, rõ ràng, đơn giản và minh bạch của hệ thống pháp lý liên quan đến quản lý và sử dụng ODA; (ii) tăng cường nỗ lực chống lạm phát của chính phủ; (iii) đẩy nhanh cải cách hành chính và hiệu quả hành chính nhà nước; (iv) nâng cao đào tạo chuyên nghiệp và đào tạo lại cán bộ quản lý dự án; (v) hoàn thiện chính sách tài chính đối với ODA bao gồm thực hiện quản lý nợ nước ngoài và đảm bảo chính sách thuế thông thoáng đối với các hương trình và dự án ODA; (vi) tăng cường quản lý vốn ODA theo Luật ngân sách.

Thứ tám, xây dựng kế hoạch giảm dần ODA với thời gian trả nợ ngắn và gắn với điều kiện chặt chẽ. Kinh nghiệm từ các nước ASEAN và Trung Quốc cho thấy rằng lượng ODA huy động phụ thuộc vào trình độ phát triển kinh tế trong từng thời kỳ nhất định. ODA có khuynh hướng giảm ở các nước ASEAN cả về lượng và bình quân đầu người. Việt Nam cũng cần phải bắt đầu nghiên cứu kế hoạch và chiến lược giảm dần ODA, đặc biệt với ODA có điều kiện cùng với việc tăng cường thu hút các nguồn vốn nước ngoài khác như FDI. Bằng cách đó, Việt Nam không chỉ duy trì được sự gia tăng của tổng vốn đầu tư mà còn cải thiện được hiệu quả của tất cả các nguồn vốn, bao gồm cả vốn ODA.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Central Institute of Economic Management (CIEM) & Japan International Cooperation Agency (JICA). (2003). A study on donor practices in Vietnam – Grant aids and transaction cost: Listen to the voice of the recipient. Hanoi: CIEM & JICA.
2. Bộ Kế hoạch và Đầu tư (MPI) (2004). Báo cáo tổng hợp về huy động và sử dụng ODA và tác động của ODA đến kinh tế địa phương ở vùng duyên hải miền Trung và cao nguyên. Bài viết tại Hội thảo sử dụng ODA ở vùng duyên hải miền Trung và cao nguyên, Đà Nẵng, tháng 5 năm 2004.
3. Bộ Kế hoạch và Đầu tư (MPI) (2007). Báo cáo ODA số 27 -28.
4. Hội nghị tư vấn nhóm các nhà tài trợ cho Việt Nam năm 2007.
5. International Development Centre of Japan (2002). Evaluation study of Japanese ODA for Vietnam. Tokyo: JDCA.
6. Le Thuc Duc, Nguyen Thi Thanh Ha, Nguyen Thu Hang, & Tran Thi Hanh (2004). Mobilising investment for development : Role of ODA the experience in Vietnam, OECD working papers on international investment, 6.
7. Nghị định 17/2001/NĐ-CP và Nghị định 131/2007/NĐ-CP về quy chế quản ly và sử dụng nguồn vốn hỗ trợ phát triển chính thức (ODA).
8. Niên giám thống kê, 2004, 2005, 2006, 2007.
9. Từ Quang Phương (2007). Nâng cao hiệu quả sử dụng nguồn vốn hỗ trợ phát triển chính thức (ODA) tại Việt Nam. Tạp chí Kinh tế và phát triển số 123.
10. Quyết định 290/2006 phê duyệt đề án "Định hướng thu hút và sử dụng nguồn vốn hỗ trợ phát triển chính thức thời kỳ 2006-2010" của Thủ tướng Chính phủ ngày 29 tháng 12 năm 2006.
11. World Bank (1999). Aid assessment: When useful, when not and why?. Hanoi: National Political Publishing House.
12. World Bank (2003). Vietnam development report 2004: Poverty, Hanoi: WB.

CHƯƠNG VI
CỔ PHẦN HÓA Ở VIỆT NAM: QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP

Quách Mạnh Hào

Tóm tắt

Bài viết này tổng kết các tài liệu nghiên cứu về doanh nghiệp và quản trị doanh nghiệp để đưa ra những khuyến nghị cho quá trình hậu cổ phần hoá ở Việt Nam. Bài viết cho rằng việc tạo ra thông lệ tốt trong quản trị doanh nghiệp đang ngày càng trở nên quan trọng đối với quá trình cổ phần hoá. Nhà nước (thông qua SCIC) cần đặt mình với tư cách là một nhà đầu tư lớn đang thực hiện cổ phần hóa nhằm đạt được mục tiêu tổng thể là tăng cường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

1. Giới thiệu

Việt Nam đặt mục tiêu đến năm 2010 sẽ cổ phần hoá hầu hết doanh nghiệp nhà nước (SOEs). Chương trình thử nghiệm được triển khai từ năm 1992 căn cứ theo Nghị quyết kỳ họp 10 Quốc hội khoá 8 và Chỉ thị 202-CT của Thủ tướng Chính phủ ngày 8 tháng 6 năm 1992 về chương trình cổ phần hoá. Chỉ thị cho phép các SOE có quy mô vừa và nhỏ, và các SOE không mang tính chiến lược và có khả năng sinh lời được cổ phần hoá. Chỉ thị cũng quy định người lao động làm việc tại các doanh nghiệp được cổ phần hoá là những người đầu tiên có quyền mua cổ phiếu của doanh nghiệp. Chương trình thử nghiệm được thực thi một cách thận trọng, chỉ có 5 SOE được cổ phần hoá trong suốt giai đoạn 1992-1996 (xem thêm Trương và cộng sự, 2006).

Một bước tiến đáng kể là vào năm 1994, chính phủ đã thành lập 18 tổng công ty 91 và 64 tổng công ty 90, tập hợp rất nhiều các SOE hoạt động trong các ngành công nghiệp và lĩnh vực quan trọng. Các tổng công ty 90 và 91 này có khoảng 2.000 trong tổng số 6.300 SOEs tính tại thời điểm cuối năm 1994 và chiếm hơn nửa số lao động làm việc trong khu vực nhà nước (xem Sjoholm, 2006).

Chương trình thử nghiệm được gia hạn vào năm 1996 bằng việc ban hành Nghị định 28-CP tháng 5 năm 1996, kết thúc giai đoạn thử nghiệm và mở ra giai đoạn mới cho cổ phần hoá. Nghị định vẫn giữ những nguyên tắc chung của chương trình thử nghiệm và cho phép chuyển đổi các SOE quy mô vừa và nhỏ và không mang tính chiến lược thành công ty cổ phần. Nghị định yêu cầu các cơ quan quản lý SOEs (các bộ, uỷ ban nhân dân và các tổng công ty nhà nước) lựa chọn các doanh nghiệp để cổ phần hoá. Tuy nhiên, quá trình này đã diễn ra chậm chạp, chỉ có 25 doanh nghiệp được cổ phần hóa từ năm 1996 đến 1998 (Trương và đồng sự, 2006), trong đó có 18 SOEs được cổ phần hoá vào đầu năm 1998 (MPDF, 1998).

Tốc độ cổ phần hoá được đẩy nhanh kể từ khi khai trương Trung tâm Giao dịch chứng khoán tại thành phố Hồ Chí Minh vào năm 2000. Tính đến tháng 2 năm 2008, đã có khoảng 4.000 doanh nghiệp được cổ phần hoá, trong đó 3.400 doanh nghiệp được cổ phần hoá từ năm 2000. Hầu hết các doanh nghiệp này đều có quy mô vừa và nhỏ. Quá trình cổ phần hoá tiến triển chậm hơn trong năm 2007 do một số nguyên nhân, trong đó có chủ trương của chính phủ vì lo ngại dư cung trên thị trường chứng khoán.

Theo kế hoạch trước đây, sẽ có khoảng 1.500 SOEs được cổ phần hoá từ 2007 đến 2010, trong đó hầu hết các công ty con thuộc các tổng công ty sẽ được cổ phần hoá trong năm 2008. Đến năm 2010, sẽ chỉ còn 554 SOEs, gồm 26 tổng công ty 90 và 91; 178 doanh nghiệp thuộc lĩnh vực an ninh, quốc phòng; và một số SOEs thiết yếu khác. Tuy nhiên, năm 2007 chỉ chứng kiến 2-3 tên tuổi lớn (Bảo hiểm Bảo Việt, Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam) trong số 20 doanh nghiệp đáng lẽ phải được cổ phần hoá theo kế hoạch ban đầu, như vậy hiện nay các doanh nghiệp này đang có kế hoạch cổ phần hoá trong vòng hai năm tới.

Trên sàn giao dịch, số lượng các công ty niêm yết hiện nay là khoảng 250 công ty, với tổng giá trị vốn hoá thị trường vào khoảng 30-40% GDP. Đây là mức tăng đáng kể nếu chúng ta biết rằng cuối năm 2006 giá trị vốn hoá mới chiếm 20% GDP. Số lượng công ty niêm yết và lượng vốn hoá tăng một mặt cho thấy công chúng ngày càng quan tâm đến quá trình cổ phần hoá và thị trường cổ phiếu, mặt khác chỉ ra rằng Việt Nam đang trải qua thời kỳ bong bóng đòi hỏi những chính sách can thiệp trung hoà thích hợp và cải thiện cơ sở pháp lý.

Cho đến nay, những tranh luận về cổ phần hoá ở Việt Nam tập trung chủ yếu vào việc phân tích liệu có nên thực hiện cổ phần hoá theo kế hoạch đã định hay không. Đặc biệt, sau những điều chỉnh liên tục trong năm 2007 và đầu năm 2008, chính phủ bị đặt vào tình thế khó khăn, phải lựa chọn hoặc đảm bảo thực hiện những cam kết đã nêu trong kế hoạch cổ phần hoá, hoặc chấp nhận bán tài sản nhà nước với giá có thể gọi là "rẻ". Ở đây, chúng tôi không muốn tranh luận xem

cái gì "rẻ", nhưng trường hợp chào giá của VCB vẫn còn là bằng chứng sinh động cho thấy không dễ dàng điều khiển được các tác nhân thị trường.

Quá trình cổ phần hoá ở Việt Nam hiện đang ở giai đoạn bắt đầu nhưng con đường phía trước lại không dễ dàng. Các điều kiện kinh tế nói chung không thuận lợi, nếu không muốn nói là đang xấu đi cho việc phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng của các tên tuổi lớn. Chính phủ đang phải đối mặt với lạm phát tăng cao, trong khi toàn bộ nền kinh tế đang rơi vào cuộc khủng hoảng thanh khoản. Trong khi đó, các chính sách tài chính và chính sách tiền tệ lại không thực sự gắn kết với nhau. Chính sách thắt chặt tiền tệ dường như không phải là công cụ hữu hiệu bởi chúng không giải quyết được nguyên nhân cốt lõi của lạm phát, đó là do đầu tư công cộng kém hiệu quả và đặc biệt là đầu tư quá mức và tràn lan của các SOEs lớn. Và hậu quả là "chúng ta đang thấy áp lực đối với các ngân hàng về khả năng thanh toán, áp lực đối với các hộ gia đình do lạm phát cao, và áp lực đối với doanh nghiệp về vốn hoạt động, nhưng có lẽ chúng ta không thoát khỏi bong bóng tài sản"[1]. Tất cả những vấn đề này đang là khó khăn thách thức cam kết của chính phủ.

Bài viết này không nhằm mục đích trình bày quan điểm về quá trình cổ phần hoá, cụ thể là về những cam kết nêu trong kế hoạch như rất nhiều tài liệu khác đã làm, cũng không giải thích "tại sao và như thế nào" của quá trình cổ phần hoá. Thay vào đó, bài viết này xem xét các vấn đề hậu cổ phần hoá nhằm đảm bảo cho sự thành công của quá trình này. Hậu cổ phần hoá ở đây chủ yếu xem xét ở cấp doanh nghiệp, tuy có đưa ra một vài gợi ý cho các nhà hoạch định chính sách. Quan điểm của chúng tôi đơn giản là khi một doanh nghiệp được cổ phần hoá, nó sẽ bước vào một thời kỳ mới, do đó, tìm ra cơ chế hoạt động đúng đắn cho doanh nghiệp trong thời kỳ này quan trọng hơn là đưa nó vào. Bài viết này kiến nghị rằng cổ phần hoá chưa phải là điều kiện đủ để mang lại hiệu quả mà đi cùng với nó phải là quản trị doanh nghiệp tốt.

Bố cục bài viết được sắp xếp như sau. Phần kế tiếp trình bày về doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, cho rằng doanh nghiệp có thể hoạt động hiệu quả thông qua cơ chế thị trường. Tiếp theo, bài viết bàn luận về vai trò của thị trường cổ phiếu như là một nguồn lực tạo ra thành công cho quá trình cổ phần hoá. Đặc biệt, bài viết cho rằng vấn đề cốt lõi đối với doanh nghiệp đó là quản trị doanh nghiệp, và thị trường cổ phiếu sẽ giúp doanh nghiệp tăng cường năng lực quản trị của mình. Phần trao đổi về quản trị doanh nghiệp sẽ phân tích các nguyên nhân gây ra những xung đột về lợi ích trong phạm vi doanh nghiệp và đề xuất giải pháp xử lý xung đột. Phần kết luận sẽ tóm tắt những nội dung chính được trình bày trong bài viết này.

[1] Jonathan Pincus, kinh tế trưởng UNDP Việt Nam, Thời báo Tài chính ngày 3 tháng 3 năm 2008.

Doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Mọi người thường cho rằng mục tiêu tổng thể của cổ phần hoá là tạo ra hiệu quả ở cấp doanh nghiệp. Mặc dù thuật ngữ hiệu quả được sử dụng rộng rãi, nhưng mang hàm ý là doanh nghiệp đạt thành tích tốt nhất về kinh tế. Ở Việt Nam, các SOEs không phải chịu tác động của nguyên tắc thị trường và không có nguy cơ bị mua lại. Ngoài ra, chủ doanh nghiệp thường không đặt ra được nguyên tắc cho doanh nghiệp, một phần vì hầu hết các quyết định đều dựa trên các cuộc thương lượng, và các mục tiêu được xác định cụ thể. Do đó, SOEs thường được đánh giá là kém hiệu quả hơn so với các loại hình doanh nghiệp khác. Các nghiên cứu gần đây cho thấy khu vực tư nhân và FDI ngày càng đóng góp vào GDP của Việt Nam nhiều hơn, trong khi khu vực SOEs vẫn chi phối nền kinh tế[2].

Thiếu động lực quản lý và không có biện pháp kiểm soát hiệu quả là những nguyên nhân tạo ra SOEs lạc hậu. Theo quan điểm của chúng tôi, động lực quản lý kém khi các nhà quản lý được chỉ định dựa trên các quyết định mang tính chính trị thay vì năng lực chuyên môn, và khi lương cũng như sự ổn định trong công việc không gắn liền với thành quả kinh tế. Thật không may, những vấn đề này lại là thực trạng chung ở hầu hết SOEs. Ngoài ra, các mục tiêu của SOEs thường do các chính trị gia đặt ra, và trong nhiều trường hợp, ngay cả khi có hoạt động giám sát cũng khó có thể theo dõi, đánh giá được kết quả thực hiện do có nhiều mục tiêu cùng tồn tại. Hơn nữa, đối với các SOEs lớn như các tổng công ty 90 và 91, do hầu như không phải chịu sức ép cạnh tranh và có đủ sức mạnh thị trường để đặt ra giá cả của riêng mình nên hoạt động của họ không phản ánh đúng hiệu quả của doanh nghiệp.

Cổ phần hoá nói chung và của SOEs nói riêng chính vì thế được kỳ vọng sẽ giúp tăng hiệu quả của doanh nghiệp, tạo ra bộ mặt mới cho nền kinh tế. Trên thực tế, một số báo cáo cho thấy các doanh nghiệp được cổ phần hoá đã nâng cao được hiệu quả. Báo cáo của Ban Đổi mới doanh nghiệp xác nhận rằng quá trình cổ phần hoá có tác động tích cực đến hoạt động của các doanh nghiệp được cổ phần hoá xét về hiệu quả và năng lực quản lý. Theo báo cáo này, 96% doanh nghiệp có kết quả quản lý tốt hơn, 88% tăng năng suất làm việc khi áp dụng chế độ thưởng dựa trên thành quả lao động. Tuy nhiên, các kết quả này thu được dựa trên báo cáo từ phía doanh nghiệp, cần phải được kiểm chứng lại.

Một nghiên cứu gần đây của Trương và cộng sự (2006) có thể là nguồn tham khảo tốt về hiệu quả của quá trình cổ phần hoá ở Việt Nam. Nghiên cứu này ước lượng tác động của cổ phần hoá lên hoạt động của doanh nghiệp ở Việt Nam bằng cách so sánh hoạt động tài chính và sản xuất trước và sau khi cổ phần hoá

[2] Báo cáo của Chương trình Việt Nam, Trường Kennedy, Đại học Harvard, 2008.

của 121 doanh nghiệp SOE trước đây. Các tác giả đã thấy đi liền với việc cổ phần hoá là mức tăng đáng kể cả về lợi nhuận, doanh thu bán hàng, hiệu quả và thu nhập của người lao động. Nghiên cứu này cũng nhấn mạnh rằng quy mô doanh nghiệp, phần sở hữu của nhà nước, quản trị doanh nghiệp, và việc niêm yết trên thị trường chứng khoán là những nhân tố quyết định cho việc cải thiện kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

Với các kết quả khả quan này, cần lưu ý rằng hiệu quả không tự nhiên được nâng cao qua quá trình cổ phần hoá, mà là thông qua cơ chế thị trường. Quan điểm chung cho rằng, cổ phần hoá đưa doanh nghiệp đến với công chúng, cho phép tăng hiệu quả nhờ tăng hoạt động giám sát. Không hiểu đúng vấn đề này sẽ dẫn tới thất bại nghiêm trọng trong việc đạt mục đích tổng thể. Trực giác của chúng tôi cho rằng, cải cách sở hữu doanh nghiệp là điều kiện cần, nhưng điều kiện đủ phải là thi hành quản lý. Hai điều kiện này có vai trò quan trọng mang tính quyết định đối với hiệu quả của doanh nghiệp.

Thị trường cổ phiếu

Về cơ bản, thị trường cổ phiếu có ít nhất ba chức năng chính: (i) cấp vốn cho các hoạt động đầu tư của doanh nghiệp, (ii) nâng cao năng lực hoạt động và quản trị của doanh nghiệp, và (iii) ra tín hiệu thông tin liên quan đến các công ty phát hành cho các nhà đầu tư thông qua giá chứng khoán. Greenwald và Stiglitz (1998) đã chứng minh rằng bằng việc phát hành cổ phiếu, doanh nghiệp không phải đối mặt với gánh nặng của nghĩa vụ tài chính (như với các khoản nợ) trong tình trạng suy thoái, và điều này cho phép doanh nghiệp có thể tính đến việc đầu tư và tăng trưởng trong dài hạn. Có thể xem đây là một cơ chế chia sẻ rủi ro giữa doanh nghiệp và các nhà đầu tư. Levine (2000) bổ sung thêm rằng thị trường có tính thanh khoản cao sẽ khuyến khích các nhà đầu tư mua cổ phiếu hơn là cho vay.

Vai trò của thị trường cổ phiếu ở các nước đang phát triển cũng được nhìn nhận từ sự thiếu hụt các khả năng lựa chọn nguồn tài chính thay thế. Do vấn đề thông tin không đối xứng, và tài sản thế chấp có hạn, doanh nghiệp thường gặp khó khăn trong việc tăng vốn thông qua các thị trường cho vay, như vốn vay và trái phiếu ngân hàng, do đó họ dựa vào cổ phiếu như là nguồn tài chính duy nhất. Vì thế, từ quan điểm của nhà đầu tư, đầu tư vào cổ phiếu cho phép họ thu lợi vô thời hạn trong khi rủi ro chỉ nằm ở khoản đầu tư ban đầu. Thị trường cổ phiếu cũng mang lại lợi ích cho các nhà đầu tư mạo hiểm thông qua quá trình IPO.

Levine (2000) cũng lập luận rằng thị trường cổ phiếu hoạt động tốt sẽ giúp tăng cường hệ thống kế toán, kiểm toán, và công bố thông tin mà các công ty phát hành sử dụng, và do đó khuyến khích việc chuẩn hóa thông tin. Stiglizt

(1985) bổ sung một quan điểm khác, cho rằng khi thông tin có thể bán được cho các nhà đầu tư, sẽ có nhiều doanh nghiệp cung cấp thông tin ra đời, bán thông tin ở mức chấp nhận được và nhờ đó góp phần làm giảm chi phí thông tin nói chung.

Hơn nữa, thị trường cổ phiếu còn tạo ra một công cụ thay thế cho quản trị doanh nghiệp thông qua việc sử dụng các công cụ điều chỉnh của cổ đông cũng như thông qua thị trường kiểm soát doanh nghiệp mà ở đó doanh nghiệp quản lý kém sẽ bị mua lại, bị thay thế ban quản lý để có thể tạo ra lợi nhuận (Allen and Gale, 2000). Hệ thống kiểm soát thông qua thị trường càng trở nên cấp thiết hơn khi chúng ta chứng kiến sự sụp đổ của thị trường tài chính Châu Á năm 1997 do hệ thống kiểm soát chủ yếu dựa trên các mối quan hệ (Shirai, 2004).

Những kết quả nêu trên cho thấy phát triển một thị trường cổ phiếu lành mạnh là điều kiện đảm bảo cho sự thành công của cổ phần hóa. Vai trò cấp vốn cho đầu tư của doanh nghiệp chỉ có thể được thực hiện nếu thị trường cổ phiếu tạo ra đủ tính thanh khoản và giảm rủi ro chính sách. Trong trường hợp của Việt Nam, các điều kiện như là độ trễ T+3 được xem là nguyên nhân hạn chế tính thanh khoản, làm tăng rủi ro cho các nhà đầu tư, đặc biệt trong tình hình còn đang bất ổn như hiện nay. Bên cạnh đó, do không có khuôn khổ nào dành cho các doanh nghiệp chưa được niêm yết nên càng làm tăng mối quan ngại về tính thanh khoản. Thị trường cổ phiếu cũng có thể cải thiện hoạt động quản trị doanh nghiệp nếu có một khuôn khổ giám sát và công bố thông tin. Có lẽ các nhà đầu tư cá thể không có động cơ, nhưng các doanh nghiệp đã niêm yết cần phải cung cấp kịp thời thông tin về hoạt động của mình cho các cổ đông. Những thông tin như tình hình tài chính, tiểu sử công ty ít nhất cần được thông báo và cập nhật trên mạng điện tử của các trung tâm giao dịch chứng khoán. Vai trò ra tín hiệu có thể được thực hiện nếu hai vài trò trên được tăng cường. Thông tin được công bố rộng rãi hơn cho phép các nhà đầu tư có thể ra các quyết định hợp lý. Nếu các lệnh của họ được thực hiện nhanh chóng, đúng như mong đợi, thông tin thậm chí còn có thể giúp điều chỉnh giá cả. Và như vậy, những biến động về giá có thể cho biết tình hình hoạt động hay hiệu quả của các doanh nghiệp đã niêm yết. Nếu không thực hiện được các vai trò này, chúng ta sẽ thấy một thị trường chứng khoán không hiệu quả, giao dịch ngầm sẽ khiến người ta lo ngại về độ tin cậy của nhà đầu tư và là nguyên nhân khiến thị trường chứng khoán bị suy thoái. Có lẽ, trong trường hợp này cần học hỏi kinh nghiệm từ Trung Quốc.

Bài học từ Trung Quốc

Bài học rút ra từ quá trình cổ phần hóa ở Trung Quốc được nêu trong một nghiên cứu thực chứng của Shirai (2004). Quá trình cổ phần hóa các SOEs ở

Trung Quốc bắt đầu từ đầu những năm 1990 với trọng tâm ban đầu là các SOEs quy mô nhỏ. Từ năm 1998, quá trình này tiếp tục được triển khai đối với các doanh nghiệp có quy mô lớn hơn và với tốc độ nhanh hơn. Năm 1996 đã có 114.000 SOEs và năm 2003 đã có 34.000 doanh nghiệp được cổ phần hóa (Garnaut và cộng sự, 2005). Sở hữu của nhà nước trong toàn bộ nền kinh tế đã giảm từ khoảng 41% trong năm 1998 xuống còn 34% vào năm 2003 (Garnaut và cộng sự, 2005). Đến năm 2005, đã có khoảng 1.400 SOEs quy mô lớn được niêm yết và mức vốn hóa thị trường của các doanh nghiệp này chiếm khoảng 40% GDP (Garnaut và cộng sự, 2005).

Một điểm đáng lưu ý về cơ cấu sở hữu ở Trung Quốc là các cá thể chỉ có thể được sở hữu một phần ba cổ phần của các SOE được niêm yết trên sàn giao dịch. Hai phần ba còn lại là do nhà nước hoặc các tổ chức của nhà nước sở hữu. Cổ phần của SOEs cũng được chia thành các nhóm khác nhau, trong đó nhóm A chỉ dành cho người Trung Quốc sở hữu và giao dịch, trong khi nhóm B niêm yết ở Thượng Hải và Thẩm Quyến lại chỉ dành cho người nước ngoài sở hữu và giao dịch. Cổ phiếu niêm yết ở nước ngoài, bao gồm nhóm H ở Hồng Kông và nhóm N ở New York cũng chỉ giới hạn cho các nhà đầu tư nước ngoài. Với cách phân chia như vậy, khó có thể đo lường được kết quả hoạt động của các doanh nghiệp cổ phần hóa. (Megginson và Netter 2001).

Những kết quả thực tế cho thấy quá trình cổ phần hóa ở Trung Quốc đã không thực sự thành công. Shirai (2004) thấy rằng thị trường cổ phiếu ở Trung Quốc đóng góp rất ít vào việc cấp vốn cho hoạt động đầu tư của doanh nghiệp, nhưng lại có tác động rất tích cực đến việc cấp vốn vay. Kết quả này ngụ ý rằng các công ty phát hành đã sử dụng quỹ hình thành nhờ thị trường chứng khoán vào các hoạt động phi sản xuất, như trả nợ, mua lại doanh nghiệp khác, bổ sung vốn hoạt động, v.v… Ngoài ra, công chúng giữ cổ phần chỉ nhằm thu lợi ngắn hạn, khiến cho giá chứng khoán luôn dao động, và cổ phiếu trở thành nguồn tài chính bất ổn định cho đầu tư.

Shirai (2004) cũng thấy rằng doanh nghiệp có vốn sở hữu nhà nước ở mức 41-60% có xu hướng thu lợi nhuận thấp hơn, có lẽ do tài sản bị các nhà quản lý hoặc quan chức có liên quan chiếm dụng. Do vây, chính phủ cần cấp bách đưa ra các biện pháp ngăn chặn thực trạng này trước khi tiếp tục triển khai tư nhân hóa. Phát hiện này có ý nghĩa quan trọng bởi nó cho thấy hiệu ứng của vốn sở hữu nhà nước trong doanh nghiệp. Ngoài ra, Shirai còn cho biết hoạt động của doanh nghiệp nhóm B và H kém hơn của doanh nghiệp nhóm A. Nguyên nhân có thể là do hệ thống kế toán ở thị trường cổ phiếu nhóm A bị thao túng, và do các nhà đầu tư nước ngoài không kiểm soát được doanh nghiệp vì quyền của các cổ đông thiểu số không được quy định rõ ràng.

Một phát hiện thú vị hơn trong nghiên cứu của Shirai đó là việc niêm yết trên sàn giao dịch cũng không giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả hoạt động của mình, chứng tỏ là vai trò của quản trị doanh nghiệp cần được tăng cường hơn nữa. Giải pháp cho vấn đề này có thể là chính phủ nên cho phép thêm nhiều doanh nghiệp được niêm yết trên các sàn giao dịch nội địa nhằm tăng số doanh nghiệp có khả năng cạnh tranh và quản lý minh bạch, đồng thời khuyến khích các doanh nghiệp đã niêm yết nâng cao năng lực quản trị doanh nghiệp của mình, qua đó khuyến khích các nhà đầu tư giữ cổ phần lâu hơn. Với những phát hiện nêu trên, chúng tôi cho rằng để đảm bảo thành công của quá trình cổ phần hóa, chúng ta cần nâng cao năng lực quản trị doanh nghiệp.

Quản trị doanh nghiệp

Một vấn đề đang được bàn luận nhiều hiện nay là liệu quá trình cổ phần hóa có làm thay đổi quản trị doanh nghiệp hay không. Tuy nhiên, vai trò của quản trị doanh nghiệp không chỉ thể hiện ở tại thời điểm thay đổi mà cả sau khi thay đổi. Nói cách khác, cổ phần hóa sẽ cơ cấu lại sở hữu doanh nghiệp, nhưng quản trị doanh nghiệp sẽ kiểm soát một cơ cấu mới theo cách làm gia tăng hiệu quả của doanh nghiệp. Song, quản trị doanh nghiệp không đơn giản như là một điều lệ hay qui định của doanh nghiệp – nó bao gồm tất cả những cách thức kiểm soát các mâu thuẫn giữa các bên tham gia doanh nghiệp. Do đó, chủ sở hữu doanh nghiệp, trong giai đoạn đầu, nên xác định các mâu thuẫn lợi ích tiềm năng trong nội bộ doanh nghiệp. Phần dưới đây sẽ phân tích nền tảng về mâu thuẫn lợi ích do McColgan (2001) đưa ra.

Các mâu thuẫn trong doanh nghiệp

Các mâu thuẫn trong doanh nghiệp là nội dung cơ bản trong quản trị doanh nghiệp. Các mâu thuẫn được hiểu là các vấn đề phát sinh từ hiện tượng thông tin không cân xứng giữa các đối tác trong doanh nghiệp, như các cổ đông, các chủ nợ và giám đốc. Trong một nghiên cứu ủa mình, Jensen và Meckling (1976), đã chỉ ra các mẫu thuẫn về lợi ích như là lý thuyết về vấn đề quản trị công ty, và đưa ra các cách công ty nên làm gì để phát triển. Các mâu thuẫn về lợi ích này sẽ làm gia tăng chi phí, và hệ quả là sẽ làm giảm hiệu quả của doanh nghiệp.Các chi phí này được đề cập đến như là chi phí quản trị hay các vấn đề về quản trị doanh nghiệp.

Jensen và Meckling (1976) định nghĩa mối quan hệ quản trị được hiểu như là mối quan hệ giữa một bên là (chủ doanh nghiệp) thuê một bên (người quản trị doanh nghiệp) cung cấp các dịch vụ nào đó thay mặt cho họ. Bằng các hợp đồng này, chủ doanh nghiệp sẽ đề nghị một số đại diện để làm người quản trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, vì không thể có một hợp đồng nào hoàn hảo đến mức

có thể đề cập đến hết mọi hoạt động hay công việc đối với người quản trị doanh nghiệp và chủ doanh nghiệp. Vấn đề về quản trị doanh nghiệp cũng được Jensen và Meckling (1976) ủng hộ khi mà họ quan sát thấy các giám đốc phải gánh chịu mọi chi phí nếu thua lỗ nhưng lại chỉ được chia sẻ một phần lợi nhuận nếu kinh doanh có lãi. Họ cho rằng chi phí quản trị doanh nghiệp có thể giảm nếu các lợi ích hay động lực cho các giám đốc doanh nghiệp được cải thiện.

Jensen và Meckling (1976) đã giả định chi phí quản trị doanh nghiệp bao gồm chi phí điều hành, chi phí ràng buộc và chi phí phụ trội. Chi phí điều hành là chi phí do chủ doanh nghiệp trả, là thước đo kết qủa hoạt động của người quản lý doanh nghiệp. Chi phí này có thể được kiểm toán, là chi phí bồi thường hay chi phí thuê giám đốc. Chi phí này cũng có thể do giám đốc chịu vì trong thu nhập của họ đã bao gồm cả các chi phí này (Fama và Jensen, 1983). Chi phí ràng buộc là các chi phí mà giám đốc phải trang trải do việc xây dựng một hệ thống để đảm bảo rằng họ đại diện cho quyền lợi của cổ đông. Đây có thể là các thông tin cho rằng, các chi phí này được coi là có lợi cho cả hai phía: các cổ đông và giám đốc, và vì đó là chi phí tăng thêm đối với các cổ đông. Chi phí phụ trội là phần chênh lệch giữa giá trị kỳ vọng và giá trị thực tế. Thông thường, đây là chi phí được ghi nhận bởi vì các chi phí này khiến cho các hợp đồng giữa chủ doanh nghiệp và giám đốc phải dựa trên cơ sở lợi ích của cả hai.

Mặc dù các nghiên cứu của Jensen và Meckling mang tính lý thuyết, nhưng nó gợi ra những vấn đề liên quan đến quá trình cổ phần hóa. Thứ nhất, nó chỉ ra rằng tại sao các SOEs lại thường hoạt động kém hiệu quả hơn các các khu vực kinh tế khác. Điều này là do khi các giám đốc làm việc không phải cho chính họ. Bên cạnh đó, trong các SOEs, giám đốc doanh nghiệp được bổ nhiệm và họ không có đủ động cơ. Thứ hai, với các doanh nghiệp đã cổ phần hóa, và với sự tồn tại của thị trường cổ phiếu, chi phí quản trị doanh nghiệp sẽ giảm vì nó có thể được điều tiết bởi thị trường. Nói cách khác, cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước tạo ra cơ hội để có thể cải thiện hiệu quả hoạt động thông qua giảm chi phí quản trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, chúng ta cần lưu ý rằng, mức độ sở hữu của nhà nước sẽ quyết định đến mức độ hiệu quả do thị trường điều tiết, đặc biệt, khi SCIC, đại diện của nhà nước ở hầu hết các doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa - lại không được xem là một cổ đông lớn năng động.

Tính tất yếu của các mâu thuẫn trong doanh nghiệp

Sự tất yếu của mâu thuẫn về quyền lợi trong cùng một doanh nghiệp được lý giải là do những cách tiếp cận khác nhau về lý thuyết. Jensen and Meckling (1976) đã thấy rõ xung đột rủi ro về đạo đức trong mô hình của họ, trong đó giả định rằng các nhà quản lý bắt đầu được sở hữu doanh nghiệp nhưng cũng vì thế

mà khi cổ phần sở hữu của họ trong công ty bắt đầu giảm họ sẽ sử dụng lợi nhuận riêng của mình để tiêu dùng hơn là đầu tư vào các dự án nâng cao giá trị hiện tại ròng của công ty. Shleifer and Vishny (1989) còn bổ sung thêm là, thay vì không đầu tư, các nhà quản lý có thể theo đuổi các dự án phù hợp nhất với chuyên môn của mình, tối đa hoá lợi nhuận (ví dụ như tiền thưởng cao và chi phí đền bù sa thải cũng cao) hơn là của các cổ đông. Lý thuyết về rủi ro đạo đức còn cho rằng hiệu quả quản lý sẽ giảm khi các nhà quản lý sở hữu ít cổ phần của công ty hơn và do đó có ít động lực hơn để làm việc với hiệu suất cao nhất. Rosenstein và Wyatt (1994) xác nhận hiện tượng này bằng việc đưa ra các phản ứng tiêu cực của thị trường trước những tuyên bố như những kẻ ngoài cuộc của các giám đốc doanh nghiệp. Rủi ro đạo đức càng được thấy rõ ở các doanh nghiệp lớn do sự phức tạp và khó khăn trong việc ký kết hợp đồng với nhà quản lý (Jensen 1993).

Lý thuyết về rủi ro đạo đức nhấn mạnh đến hiệu quả điều hành và việc đưa ra các khoản đầu tư "lãng phí" là nguyên nhân của mâu thuẫn, thì việc nghiên cứu các khoản lợi nhuận giữ lại lại cho thấy các vấn đề của việc đầu tư quá mức. Brennan (1995) chứng minh rằng khả năng dự báo và việc phân phối thu nhập còn đáng lo hơn. Kinh nghiệm cho thấy rằng, thù lao của các giám đốc tăng theo qui mô doanh nghiệp, đó mới là động lực trực tiếp khiến họ phát triển qui mô doanh nghiệp, hơn là vì lợi nhuận của các cổ đông (Jensen and Murphy, 1990; Conyon and Murphy, 2000). Đặc biệt, các nhà quản lý thích lợi nhuận giữ lại vì nó giúp tăng qui mô của doanh nghiệp, trong khi các cổ đông thích phân chia lợi nhuận dưới dạng tiền ở mức độ cao, ví dụ như cổ tức (Jensen, 1986).

Hơn nữa, sự mở rộng về qui mô doanh nghiệp đang là xu hướng các ngành nghề kinh doanh chứng khóan ngày càng đa dạng (Jensen, 1986). Điều này rõ ràng không nằm trong quyền lợi của các nhà đầu tư vì họ đang nắm giữ các danh mục vốn đầu tư đã được đa dạng hoá. Lang và Stulz (1994) xác nhận điều này bằng việc chỉ ra rằng lợi nhuận của các cổ đông trong các doanh nghiệp đa dạng hoá mạnh hơn thì lại thấp hơn hẳn so với các doanh nghiệp đa dạng hoá ít hơn. Thêm nữa, giá trị của doanh nghiệp cũng giảm khi doanh nghiệp đẩy mạnh đa dạng hoá. Bên cạnh đó, quan trọng là lợi nhuận giữ lại sẽ làm giảm nguồn vốn từ bên ngoài và đương nhiên là cả quyền quản lý điều hành bên ngoài, vốn là lợi thế của người quản lý (Easterbrook, 1984).

Xung đột giữa các cổ đông và ban quản lý có thể càng lên cao do việc điều chỉnh thời điểm của các luồng tiền, vấn đề thường được đem ra bàn luận trong các cuộc họp như một vấn đề cấp thiết. Các nhà quản lý vốn được coi là có quan tâm nhiều tới các dòng tiền ra vào trong thời gian họ làm việc cho công ty, trong khi các cổ đông thì liên quan tới tất các các luồng tiền trong tương lai. Vấn đề này đặc biệt rõ ràng khi những người đứng đầu doanh nghiệp sắp về hưu hoặc lên kế

hoạch rời khỏi doanh nghiệp. Chẳng hạn, Dechow and Sloan (1996) chỉ ra rằng ngân sách của bộ phận R&D có xu hướng giảm khi ban giám đốc chuẩn bị về hưu, đơn giản chỉ vì ngân quĩ của R&D giảm trợ cấp hưu trí trong ngắn hạn.

Sự đánh đổi rủi ro cũng được chứng minh là một nguyên nhân của mâu thuẫn giữa các cổ đông và người quản lý. Bởi các nhà quản lý đã dành hết vốn con người cho doanh nghiệp, và thu nhập của họ phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp nên họ né tránh rủi ro và có xu hướng đa dạng hoá đầu tư nhằm giảm thiểu rủi ro có thể xảy đến với doanh nghiệp (Jensen, 1986). Sự đánh đổi rủi ro cũng được thấy rõ trong chính sách về cơ cấu vốn của doanh nghiệp, các nhà quản lý thích tài trợ bằng vốn chủ sở hữu hơn là tài trợ bằng nợ vì nợ sẽ làm tăng khả năng vỡ nợ và phá sản (Brennan, 1995b). Bên cạnh đó, kết quả kiểm nghiệm của Demsetz và Lehn (1985) cũng cho thấy các doanh nghiệp có mức độ rủi ro cao liên quan đến các doanh nghiệp mà quyền sở hữu của người quản lý là không nhiều. Điều này cho thấy mức độ chấp nhận rủi ro phụ thuộc vào mức độ sở hữu doanh nghiệp của nhà quản lý.

Từ những nghiên cứu về lý thuyết ở trên, chúng ta đã thấy hầu hết tất cả những khả năng liên quan đến vấn đề quản trị cho các doanh nghiệp tại Việt Nam. Như đã đề cập, trong nhiều trường hợp, các giám đốc được chỉ định trên cơ sở các quyết định mang tính chính trị. Bên cạnh đó, cấu trúc quyền sở hữu thông thường của các công ty chỉ ra rằng cổ phần của nhà nước càng lớn, thì phần của những người hoạt động hiệu quả bao gồm các nhóm, các nhân viên, các nhà quản lý và các nhà đầu tư chiến lược càng ít. Do đó, có rất nhiều lý do để tin rằng các nhà quản lý có thể thiếu hiệu quả trong quản lý, điều này dẫn tới những sự đầu tư không tương xứng. Nghiêm trọng hơn, ngày càng có nhiều nỗ lực chuyển đổi từ khu vực Nhà nước sang khu vực tư nhân trong quá trình cổ phần hóa chỉ mang tính quản lý và thao túng. Cũng cần lưu ý rằng nhiều công ty được niêm yết trong năm 2007 đã thông báo về việc phát hành thêm cổ phiếu tăng vốn và trả cổ tức cho các cổ đông. Đây dĩ nhiên là một dấu hiệu của việc đầu tư quá mức đối với một tầm nhìn phát triển qui mô doanh nghiệp, một điều sẽ làm tăng lợi nhuận cho các nhà quản lý nhưng làm lợi nhuận của các cổ đông lại bị giảm.

Bên cạnh đó, nhiều công ty niêm yết không chú trọng đến các hoạt động kinh doanh chủ lực, thay vào đó lại mở rộng sang các lĩnh vực khác, khiến các công ty càng bị lai tạp và đa dạng hoá nhiều hơn. Phát triển qui mô doanh nghiệp và tăng cường đa dạng hoá hiển nhiên không phải là điều mà các nhà đầu tư mong muốn. Một mặt, họ nắm giữ chỗ cổ phần đã được đa dạng hóa (điều này đặc biệt đúng với doanh nghiệp nhà nước – SCIC) và do đó việc đa dạng hóa mạnh hơn có thể khiến cho doanh thu bị giảm. Mặt khác, việc phát triển qui mô doanh nghiệp và tăng cường đa dạng hóa đồng nghĩa với việc các nhà đầu tư sẽ nhận ra

những khó khăn trong việc quản lý các hoạt động của doanh nghiệp, và càng thêm khuyến khích các nhà quản lý làm việc vì lợi ích của chính họ. Tất cả những điều này đòi hỏi phải có hành động hợp lý để kiểm soát chi phí doanh nghiệp, song song với quá trình cổ phần hoá. Đặc biệt, SCIC, cổ đông lớn nhất trong hầu hết các doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hoá, nên năng động hơn trong việc kiểm soát doanh nghiệp. Nếu không, thật khó để tin rằng các cổ đông nhỏ hơn sẽ tìm ra đủ động lực để tiếp tục điều hành doanh nghiệp. Phần tiếp theo sẽ thảo luận về tác dụng của việc kiểm soát chi phí doanh nghiệp, điều đã được nói tới rất nhiều trong lý thuyết.

Vấn đề chi phí quản trị doanh nghiệp

Thị trường nhân lực quản lý

Fama (1980) cho rằng một thị trường nhân lực quản lý sẽ giúp kiểm soát các vấn đề của chi phí quản trị doanh nghiệp. Ông chứng minh rằng các nhà quản lý doanh nghiệp sẽ được hưởng lợi theo phản ứng của thị trường về việc làm sao để dung hoà cho hợp lí giữa quyền lợi của các cổ đông dựa trên các kết quả họ đã có được với các doanh nghiệp khác. Giả thiết của Fama có thể được hiểu là thị trường thường quan sát các lợi ích của nhà quản lý trên giác độ làm tăng qui mô doanh nghiệp (lợi nhuận giữ lại), tuổi nghề của họ và thời gian họ dành cho công ty, và lợi ích của họ đối với việc đa dạng hoá, sau đó điều chỉnh lại mức lương để có thể dung hòa với những ưu đãi này. Tuy nhiên, Fama đồng ý rằng do sự không hoàn hảo của thị trường, không phải lúc nào các nhà quản lý cũng được khen thưởng xứng đáng cho những gì mà họ đạt được vì quyền lợi của các cổ đông. Jensen and Murphy (1990) cũng cho rằng sự cân bằng trong thị trường nhân lực quản lý dường như là để chống lại những khoản tiền phạt lớn cho những kết quả kinh doanh yếu kém sau này.

Vai trò của thị trường nhân lực quản lý được đề cao bằng rất nhiều dẫn chứng dựa trên kết quả kiểm định thực tế. Hầu hết các nghiên cứu đều chỉ ra rằng các giám đốc kém năng lực sẽ bị đuổi việc. Gilson (1989) phát hiện ra rằng thị trường lao động nước ngoài sử dụng những dẫn chứng về các thành tích trong quá khứ để xác định cơ hội nghề nghiệp và mức lương của các giám đốc doanh nghiệp. Kaplan and Reishus (1990) cũng thấy rằng các giám đốc trong những doanh nghiệp mà cổ tức bị cắt giảm thì dường như được đánh giá không bằng giám đốc của các doanh nghiệp khác vì họ bị coi là những nhà quản lý kém năng lực. Tuy nhiên, một số ví dụ cũng chứng minh rằng thị trường chỉ đạt được hiệu quả khi có sự trừng phạt đối với những giám đốc công ty hoạt động kém hiệu quả nhất (Jensen and Murphy, 1990; Kaplan và Reishus, 1990).

Ở Việt Nam, thị trường dành cho lao động làm công tác quản lý cho dù có

tồn tại thì cũng chỉ mới đang trong giai đoạn sơ khai. Một số doanh nghiệp nhà nước lớn đã thông báo về kế hoạch tuyển dụng giám đốc điều hành trên cơ sở thị trường, tuy nhiên kết quả còn chưa được biết. Có lẽ, gói lương kèm thưởng hiện nay là điều kiện bắt buộc đầu tiên cho sự phát triển của thị trường nhân lực quản lý. Điều chúng ta nghĩ là chúng ta có thể sẽ làm thay đổi triết lý của người làm công việc quản lý: đó là hàng hoá lao động hơn là những con người. Nếu chúng ta không phát triển thị trường này, chúng ta sẽ đánh mất một trong những công cụ hiệu quả để nâng cao hiệu quả kinh doanh.

Hội đồng quản trị công ty

Vai trò của hội đồng quản trị trong việc kiểm soát chi phí của doanh nghiệp đã được biết tới trên lý thuyết. Fama và Jensen (1983) cho rằng một hội đồng quản trị hiệu quả phải tách biệt giữa việc quản lý và kiểm soát các quyết định. Để đạt được điều này, hội đồng quản trị công ty phải cực kỳ tỉnh táo và độc lập với các giám đốc nắm giữ các vị trí điều hành ở các doanh nghiệp khác. Các giám đốc ở bên ngoài có thể tách biệt giữa các chức năng ở trên và thực hành kiểm soát các quyết định vì họ quan tâm đến danh tiếng và phần vốn đóng góp tạo cho họ những động lực hiệu quả để làm việc như vậy.

Hiện tượng này được chứng minh dựa trên một số kết quả kiểm nghiệm về số liệu. Chẳng hạn, Rosenstein và Wyatt (1990) phát hiện ra rằng giá cổ phiếu của một doanh nghiệp tăng rõ rệt theo báo cáo của một giám đốc bên ngoài tới hội đồng quản trị doanh nghiệp. Họ cũng nhận thấy rằng, mức tăng trưởng mạnh nhất diễn ra tại các doanh nghiệp nhỏ trong các ví dụ dưới đây, trong khi sự tăng trưởng là đương nhiên ở các ví dụ là các doanh nghiệp lớn hơn. Điều này có thể là do vấn đề thông tin không đối xứng và số lượng các thành viên hội đồng quản trị từ bên ngoài trong các doanh nghiệp nhỏ hơn thì ít hơn. Tuy nhiên nhận định này bị phản bác bởi những bình luận thận trọng rằng phát hiện này đơn thuần chỉ phản ánh việc sửa chữa cho sự mất cân bằng trong phạm vi một doanh nghiệp (Hermalin và Weisbach, 1991), và do đó chỉ nên được hiểu rằng việc tiếp tục bổ nhiệm các giám đốc bên ngoài sẽ làm tăng giá cổ phiếu.

Có thể thấy rằng giám đốc điều hành (CEO) có xu hướng áp đặt trong quá trình chỉ định hội đồng quản trị và ưu tiên chọn những giám đốc có cùng quan điểm với họ. Core, Holthausen và Larcker (1999) nhận thấy rằng việc bồi thường cho CEO cũng là một cách tăng cường chức năng của hội đồng quản trị doanh nghiệp, phần trăm các giám đốc bên ngoài được CEO mời vào công ty và phần trăm các giám đốc phục vụ cho 3 hội đồng quản trị hoặc hơn. Jensen (1993) đã chứng minh rằng hội đồng quản trị của doanh nghiệp trở nên kém hiệu quả hơn khi qui mô doanh nghiệp phát triển. Yermack (1996) và Eisenberg, Sundgren và Wells (1998) đã xác nhận điều này dựa trên kinh nghiệm, họ dẫn chứng mối quan

hệ trái ngược giữa qui mô doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp tương ứng với các doanh nghiệp.

Mặc dù công cụ này đối với việc giải quyết các vấn đề về quản trị doanh nghiệp chỉ mới bắt đầu, tuy nhiên tại Việt Nam, việc bổ nhiệm các giám đốc bên ngoài vào hội đồng quản trị của một doanh nghiệp đang có vấn đề hiện vẫn chỉ là một quá trình trên danh nghĩa. Trong nhiều trường hợp, các giám đốc bên ngoài được CEO của doanh nghiệp đó lựa chọn, do đó quyền kiểm soát các quyết định của họ là rất hạn chế. Nói cách khác, các giám đốc bên ngoài thường đến từ các doanh nghiệp nắm giữ chéo nhau, do đó họ không có động lực để kiểm soát. Thêm nữa, hầu hết các giám đốc bên ngoài không thực sự hiểu công việc kinh doanh của doanh nghiệp và do đó họ không thể thực hiện quyền kiểm soát các quyết định một cách có hiệu quả. Tất cả những điều đó khiến cho các "giám đốc bên ngoài trong hội đồng quản trị" trở thành một công cụ thiếu hiệu quả, mặc dù mục đích ban đầu là đúng đắn.

Các vấn đề về chính sách tài chính

Các chính sách tài chính liên quan tới cơ cấu vốn cũng có thể có hiệu quả đối với việc quản lý doanh nghiệp. Tuy nhiên, ở Việt Nam, việc phát hành trái phiếu chưa thực sự phổ biến. Đặc biệt, phát hành trái phiếu bị ràng buộc bởi cả các yếu tố bên trong và bên ngoài. Thị trường trái phiếu chưa thực sự xuất hiện trong khi việc vay ngân hàng không hề dễ dàng. Trong khi đó, các nhà quản lý nhận thấy việc phát hành cổ phiếu dễ dàng và được khuyến khích hơn rất nhiều. Điều đáng lo ngại là, quá nhiều cổ phiếu sẽ dẫn tới rủi ro thiếu sự điều hành từ bên ngoài và do đó làm tăng rủi ro cho các cổ đông

Jensen and Meckling (1976) xác nhận rằng sự tồn tại của các trái phiếu sẽ làm giảm tỷ lệ vốn chủ sở hữu và do đó, tạo điều kiện tăng quyền sở hữu nội bộ. Jensen (1986) cũng chứng minh rằng sự tồn tại của các khoản nợ trong cơ cấu vốn của doanh nghiệp đóng vai trò như một công cụ cam kết của các nhà quản lý. Bằng việc phát hành trái phiếu, chứ không phải là trả cổ tức, các nhà quản lý đã đưa ra cam kết phải trả các dòng tiền mặt trong tương lai bằng một cách khó có thể đạt được là thông qua cổ tức. Easterbrook (1984) cho rằng việc quản lý vốn từ bên ngoài thông qua phát hành trái phiếu gây ra sức ép cho các nhà quản lý trong chiến lược tối đa hóa giá trị, hơn là tối đa hóa lợi ích cá nhân. Từ những quan điểm xã hội, Brennan (1995b) nghĩ rằng vai trò của cơ cấu vốn của một doanh nghiệp sẽ đảm bảo khả năng thanh toán tốt nhất cho xã hội.

Mặt khác, vay nợ bao nhiêu cho phù hợp cũng là một vấn đề cần bàn tới. Cơ cấu vốn tối ưu là cơ cấu vốn mà tại đó chi phí nợ cận biên bằng lợi nhuận cận biên. Đó là điểm mà tại đó giá trị của doanh nghiệp được tối đa hoá. Tuy nhiên, việc huy động nợ quá mức này sẽ làm tăng rủi ro và giảm giá trị công ty. Stulz

(1990) chứng minh rằng, dù nợ có thể làm giảm rủi ro đầu tư quá mức, nhưng sẽ luôn có một nguy cơ rằng nợ có thể dẫn tới sự đầu tư không xứng đáng do mất chi phí cho việc huy động thêm nguồn vốn mới. Một cách khác giúp giảm chi phí phát hành là trả cổ tức. Tuy nhiên, do việc trả cổ tức không phải là một cam kết bị ràng buộc bởi luật pháp như các khoản nợ, nên tác dụng của việc này trở nên kém hiệu quả hơn (Jensen, 1986).

Rõ ràng việc sử dụng nợ được coi là tối ưu nhất khi nó là công cụ nâng cao hiệu quả của doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong năm 2007, nhiều doanh nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam đã phát hành vốn cổ phần mới ra thị trường, thay vì tài trợ bằng nợ. Điều này một mặt là dấu hiệu của việc định giá quá cao giá trị công ty, mặt khác cũng cho thấy dấu hiệu của việc đầu tư quá mức. Việc điều chỉnh của thị trường theo xu hướng phát hành cổ phần mới là phản ứng xấu nhất của thị trường mà chúng ta có thể nhìn thấy trong lịch sử phát triển của thị trường vốn. Chúng ta hiểu việc lựa chọn nợ hay vốn hoàn toàn phụ thuộc vào doanh nghiệp, nhưng nếu các thiết bị kiểm soát được tăng cường, chẳng hạn như công khai thông tin, thì các nhà đầu tư sẽ có một bức tranh rõ ràng về công ty, tránh được sự sụt giá đột ngột.

Vấn đề các cổ đông lớn

Một cách giải quyết khác đối với vấn đề quản trị doanh nghiệp là có thể sử dụng một tổ hợp các cổ đông lớn và các nhà đầu tư tổ chức. Đó là do mỗi cá nhân thường không có kĩ năng, thời gian và niềm yêu thích dành cho các động lực quản lý, hay nói cách khác, họ không có đủ động lực để kiểm soát hoạt động điều hành doanh nghiệp do quyền sở hữu của họ là không đáng kể và vấn đề người hưởng khống, do đó họ không đủ sức gây áp lực lên hội đồng quản trị. Các giám đốc điều hành doanh nghiệp (CEO) có thể có xu hướng sẵn sàng chấp nhận chi phí phát hành trái phiếu để kiềm chế sự tham gia của các cổ đông lớn và các nhà đầu tư tổ chức. Quyền sở hữu chủ yếu nắm trong tay các nhà đầu tư bên ngoài là mối đe doạ lớn đối với việc kiểm sóat hoạt động của doanh nghiệp và tạo áp lực buộc hệ thống điều hành nội bộ doanh nghiệp phải hoạt động có hiệu quả hơn. Mikkelson and Ruback (1985) đã nghiên cứu về những phản ứng tiêu cực rất rõ ràng của thị trường đối với việc mua với khối lượng lớn, nhưng những điều này sẽ biến mất nhanh ngay khi người chủ mới bắt đầu thay đổi một cơ cấu của doanh nghiệp. McConnell and Servaes (1990) đã tìm ra mối quan hệ tích cực giữa việc sở hữu theo nguyên tắc và giá trị doanh nghiệp.

Tuy nhiên, việc sử dụng các cổ đông lớn có thể dẫn đến các ảnh hưởng tiêu cực tới giá trị doanh nghiệp. Shleifer and Vishny (1997) chứng minh rằng các doanh nghiệp nắm giữ một phần lớn cổ phần của các doanh nghiệp khác có thể theo đuổi quyền lợi của cá nhân họ và trả giá bằng lợi ích của các cổ đông. Điều

này có thể bao gồm cả việc cố gắng thu được doanh nghiệp vì tài sản của cá nhân họ - từ bỏ mục tiêu đa dạng hoá. Tương tự, Denis (2001) cho rằng trong khi các cổ đông lớn đang tìm cách gia tăng giá trị doanh nghiệp, thì họ cũng cố gắng tận dụng phần lợi nhuận không dành cho các cổ đông khác. Thêm vào đó, Holmstrom and Tirole (1993) phát hiện ra rằng khối lượng cổ phần lớn như vậy có thể làm giảm khả năng thanh khoản của cổ phiếu và việc cung cấp thông tin ra thị trường.

Mặc dù thấy rõ những ưu và nhược điểm của việc cổ đông nắm giữ nhiều cổ phần và các nhà đầu tư thông thường, chúng ta vẫn tin rằng vai trò của họ là cần thiết. Tuy nhiên, việc nắm giữ phần lớn cổ phần vẫn chưa được áp dụng tại Việt Nam, trong khi vai trò của các nhà đầu tư thông thường vẫn còn hạn chế. Đó là do các cổ phần được công chúng nắm giữ thường quá nhỏ để cho họ có đủ động lực quản lý các hoạt động của ban giám đốc. Trong khi đó, các nhà đầu tư thông thường trong hầu hết trường hợp, đều là các doanh nghiệp tài chính, nắm giữ số cổ phần đã được đa dạng hoá, do đó không kiểm soát các doanh nghiệp đơn lẻ. Một lý do khác đó là hầu hết các doanh nghiệp đều là nắm giữ chéo nhau, rất khó để quản lý nhau.

Vấn đề thôn tính

Kết quả kinh doanh kém có thể gây áp lực buộc phải thôn tính. Tuy nhiên, thực trạng các doanh nghiệp Việt nam hiện nay không hoàn toàn áp dụng được công cụ này. Bởi vì các doanh nghiệp được nhà nước quản lý, do đó các giám đốc được chỉ định vì mục đích chính trị. Việc thôn tính có thể xảy ra khi có mâu thuẫn về lợi nhuận giữ lại giữa các cổ đông và ban giám đốc. Jensen (1986) đã chứng minh rằng việc thôn tính xảy ra là hệ quả của sự đổ vỡ hệ thống quản lý trong nội bộ doanh nghiệp với những luồng tiền tệ tự do cực kỳ dồi dào và các chính sách phân phối gây lãng phí nguồn lực. Hành động thôn tính đe doạ công việc kinh doanh theo 2 cách: thứ nhất, các nhà quản lý sợ mất việc có thể phản ứng lại bằng cách đầu tư vào các dự án hiệu quả hơn; thứ hai, nếu mục tiêu thôn tính thành công thì tài sản thực sẽ tăng, thể hiện khả năng nâng cao kết quả kinh doanh, điều mà ban giám đốc cũ đã không làm được (Jensen và Ruback, 1983).

Martin và McConnell (1991) xác định 2 động lực của việc thôn tính: nâng cao hiệu quả và các biện pháp kỉ luật nếu kết quả kinh doanh yếu kém. Họ nghiên cứu kết quả của việc áp dụng các biện pháp kỷ luật, khi ban lãnh đạo phải ra đi sau khi doanh nghiệp bị thôn tính, thì kết quả kinh doanh của công ty không tệ hơn mức trung bình của thị trường, nhưng tệ hơn mức trung bình của toàn ngành. Khi không áp dụng kỉ luật thì kết quả tốt bằng mức trung bình của ngành. Họ phát hiện ra rằng doanh thu của CEO trong các công ty tăng lên sau khi thôn tính. Điều này cũng đi đôi với việc thị trường thôn tính tỏ ra nghiêm khắc đối

với các nhà quản lý đã thất bại trong việc tối đa hoá tài sản của các cổ đông.

Sự khen thưởng cho công tác quản lý

Sự khen thưởng là một yếu tố quan trọng tác động đến xung đột giữa các cổ đông và nhà quản lý. Về cơ bản, các mức khen thưởng cao sẽ cho kết quả kinh doanh tốt (Jensen and Meckling, 1976). Mức khen thưởng có thể có 3 dạng tiêu chuẩn: lương cứng, thưởng dựa trên kết quả kinh doanh và quyền mua cổ phiếu. Nếu lương là công cụ cơ bản và được xác định thông qua các công cụ quản lý của thị trường lao động, thì có thể chứng minh rằng nó chỉ dành cho các giám đốc có kết quả kinh doanh kém nhất (Jensen and Murphy 1990). Điều này ám chỉ rằng lương cứng chưa thể đủ cho việc kiểm soát chi phí quản trị của doanh nghiệp.

Một công cụ khác cũng hay được sử dụng là hệ thống tiền thưởng, được tính dựa trên các phương pháp kế toán kết quả kinh doanh. Banker, Lee and Potter (1996) ủng hộ việc sử dụng công cụ này bằng việc nghiên cứu và chỉ ra rằng, doanh số bán hàng của doanh nghiệp quả thực tăng lên sau khi nghiên cứu kết quả của việc sử dụng hệ thống tiền thưởng. Tuy nhiên, có một số vấn đề cần quan tâm đối với việc điều tiết và các động lực ngắn hạn liên quan tới tiền thưởng dựa trên kết quả kinh doanh (Healy, 1985; Jensen and Murphy, 1990). Hơn nữa, tiền thưởng liên quan tới lợi nhuận có thể dẫn tới việc ưu đãi qui mô doanh nghiệp, điều này thậm chí sẽ làm giảm lợi nhuận của các cổ đông. Do đó, việc thiết kế một hệ thống tiền thưởng thực sự không phải là một công việc dễ dàng như đã nói.

Tác dụng của quyền mua cổ phiếu là một trong những công cụ hiệu quả nhất trong việc giảm chi phí quản trị doanh nghiệp vì nó được xem như là sự thay thế cho quyền sở hữu của ban giám đốc. Quyền này cho phép nhà quản lý được mua cổ phiếu ở một mức giá cố định tại một thời điểm được ấn định trong tương lai. Giá trị doanh nghiệp càng cao, giá trị của quyền này càng lớn và lợi nhuận các nhà quản lý phụ thuộc vào việc khi nào họ thực hiện quyền mua đó.

Trong nhứng năm gần đây, tại các công ty nhà nước đã được cổ phần hoá, mức lương mặc dù đã tăng nhưng cơ chế tiền thưởng và đặc biệt là quyền mua cổ phiếu vẫn chưa được áp dụng. Có lẽ, chúng ta cần thay đổi cách tiếp cận, điều này không chỉ phụ thuộc vào mức tiền trả, mà còn phụ thuộc vào cấu trúc của nó. Baker, Jensen and Murphy (1988) chứng minh rằng số tiền trả xác định khối lượng công việc mà nhà quản lý làm được, nhưng cấu trúc hợp đồng bồi thường mới xác định họ đã làm việc chăm chỉ đến mức nào. Một cam kết bồi thường hiệu quả phải tạo cho ban giám đốc đủ động lực để đưa ra các quyết định nhằm tối đa hoá giá trị với chi phí thấp nhất có thể dành cho các cổ đông.

Chia sẻ quyền sở hữu với người quản lý

Trao cho nhà quản lý quyền sở hữu doanh nghiệp là một phương pháp trực tiếp nhằm quản lý chi phí quản trị doanh nghiệp (Jensen and Meckling, 1976).

Benston (1985) xác nhận đã xác nhận điều này, tìm ra mối quan hệ cực kì mật thiết giữa sự giàu có của các cổ đông và những thay đổi về giá trị trong quyền sở hữu của người quản lý. Đó là bởi các nhà quản lý bị ràng buộc chặt chẽ với việc các cổ đông lãi hay lỗ. Chẳng hạn, Hull and Mazachek (2001) phát hiện thấy phản ứng tích cực của thị trường khi phát hành cổ phiếu mới, trong đó quyền sở hữu của người quản lý chiếm tỉ lệ cao. Đó là do thị trường nhận thấy, khi các nhà quản lý nắm phần lớn quyền sở hữu thì doanh nghiệp sẽ có ít động lực hơn trong việc phát hành cổ phiếu thêm được định giá cao vì gần như chính họ sẽ phải gánh chịu sự giảm giá.

Tuy nhiên, quyền sở hữu nội bộ có thể dẫn tới vấn đề áp đặt về mặt quản lý, khi mà quyền biểu quyết của người quản lý trong công ty ngày càng được tăng cường và họ có thể củng cố quyền lực của riêng mình dù việc đó phải trả giá bằng lợi ích của các cổ đông bên ngoài (Fama và Jensen, 1983). Khi ấy, thật khó để buộc nhà quản lý rời khỏi công ty, nơi mà họ chiếm một lượng cổ phần lớn. Bethel et al. (1998) and Weisbach (1988) phát hiện ra mối quan hệ trái ngược giữa các hành động trừng phạt và việc nắm giữ cổ phần của người quản lý. Mối quan hệ này cho thấy các nhà quản lý có trong tay nhiều quyền lực thường khó bị trừng phạt ngay cả khi kết quả kinh doanh của họ yếu kém. Ví dụ của FPT với chiến lược đa dạng hoá có thể được coi là một điển hình của việc áp đặt trong quản lý.

Kết luận

Mặc dù còn quá nhiều điều chưa đạt được liên quan đến quá trình cổ phần hoá, chúng tôi cũng đã phân tích được một phần trong số đó, theo quan điểm của chúng tôi là có vai trò quan trọng trong thành công của quá trình cổ phần hoá. Có thể nói rằng, quá trình cổ phần hoá bản thân nó không tạo ra giá trị hay hiệu quả cao hơn cho doanh nghiệp, nhưng đó là việc điều hành doanh nghiệp thông qua các công cụ của thị trường. Do đó, chúng tôi đưa ra một số kiến nghị liên quan đến vấn đề quản trị doanh nghiệp nên được đề cao, cùng với quá trình cổ phần hoá, và các công việc quản trị doanh nghiệp này thực sự là những điều đáng quan tâm sau khi cổ phần hoá.

Trong một số nghiên cứu, chúng tôi đã nói rằng thị trường vốn đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế, đặc biệt là ở những nền kinh tế đang phát triển. Vai trò của nó bao gồm cả việc tài trợ cho đầu tư của doanh nghiệp, tăng cường việc điều hành doanh nghiệp và cung cấp các thông tin đầy đủ hơn, rõ ràng hơn ra công chúng. Tuy nhiên, mức độ quan trọng của thị trường này đến đâu phụ thuộc rất nhiều vào việc hoạt động quản trị của doanh nghiệp được tăng cường đến đâu, hay nói cách khác, thị trường vốn có tác động qua lại thế nào đối với các hoạt động quản trị doanh nghiệp. Bài học của Trung Quốc phần nào có ý nghĩa

đối với Việt Nam vì nó chỉ ra rằng thị trường vốn không giúp ích gì cho việc tài trợ cho hoạt động đầu tư của doanh nghiệp, ám chỉ sự không hiệu quả của việc phát hành vốn và việc được niêm yết trên thị trường chứng khoán không giúp nâng cao hiệu quả của doanh nghiệp. Tất cả những điều này đều là do thiếu các hoạt động quản trị doanh nghiệp, khiến cho thị trường vốn không thể hoạt động với hiệu quả tối đa.

Bài viết này cho rằng Việt Nam đang phải đối mặt với hầu hết các khía cạnh trong các vấn đề của doanh nghiệp, đối tượng của công tác quản lý doanh nghiệp. Đó là những mâu thuẫn liên quan đến rủi ro đạo đức khi mà các nhà quản lý đánh mất hiệu quả của việc điều hành. Hay những vấn đề về đầu tư quá mức khi những nhà quản lý này hành động vì lợi ích của bản thân họ. Phát triển qui mô doanh nghiệp và tăng cường đa dạng hoá cũng là một thực tế đang diễn ra tại Việt Nam, nơi mà các nhà quản lý củng cố địa vị các nhân của mình nhờ vào tiền của các cổ đông. Một số biện pháp kiểm soát doanh nghiệp đã được đưa ra dựa trên các nghiên cứu về mặt lý thuyết. Mặc dù các công cụ trên mới chỉ được đưa ra trên lý thuyết, như tăng cường từ những thị trường phát triển, nhưng chúng ta thực sự đã có những hiểu biết cơ bản về các vấn đề sau cổ phần hoá tại Việt Nam. Trong những nghiên cứu khác, chúng ta thấy được sự cấp thiết của thị trường nhân lực quản lý, tác dụng của cơ cấu bồi thường, của các cổ đông nắm giữ phần lớn và các nhà đầu tư tổ chức, và quyền sở hữu của người quản lý như là một công cụ thích hợp có thể áp dụng cho Việt Nam trong thời điểm này. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng cho rằng SCIC nên đóng vai trò tích cực hơn trong vấn đề kiểm soát doanh nghiệp.

Nói tóm lại, bài viết này muốn đưa ra một tiếp cận mới mặc dù chỉ là trên lý thuyết, đối với quá trình cổ phần hoá tại Việt Nam, trong đó tập trung vào các vấn đề của doanh nghiệp và vai trò của quản lý doanh nghiệp. Các nghiên cứu sâu hơn có thể khám phá ra vai trò của thị trường vốn và kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp đã được cổ phần hoá, là cơ sở để giới thiệu cụ thể hơn về quá trình cổ phần hoá. Nói cách khác, nghiên cứu cũng có thể tập trung trực tiếp vào việc so sánh kết quả kinh doanh giữa các doanh nghiệp, có tính hoặc không tính đến các hoạt động quản lý doanh nghiệp. Chỉ khi đó, chúng ta mới có thể có được một bức tranh tổng thể về vai trò và tầm quan trọng của thị trường vốn, cũng như của việc điều hành doanh nghiệp trong việc hướng tới mục tiêu cuối cùng là hiệu quả, vốn được coi là mục tiêu cao nhất của quá trình cổ phần hoá.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Allen, F., and D. Gale (2000), *Comparing financial systems*, Cambridge, MA: MIT Press.

Baker, G.P., M.C. Jensen and K.J. Murphy (1988), "Compensation and Incentives: Practice vs. Theory", *Journal of Finance* 43 (3), 593-616.

Banker, R.D., S.Y. Lee and G. Potter (1996), "A Field Study of the Impact of a Performance-Based Incentive Plan", *Journal of Accounting and Economics* 21 (2), 195-226.

Benston, G.J. (1985), "The Self-serving Management Hypothesis: Some Evidence", *Journal of Accounting and Economics* 7, 67-84.

Bethel, J., J. Liebeskind and T. Opler (1998), "Block Share Purchases and Corporate Performance", *Journal of Finance* 53 (2), 605-634.

Brennan, M.J. (1995), "Corporate Finance Over the Past 25 Years", *Financial Management* 24, 9-22.

Conyon, M.J. and K.J. Murphy (2000), "The Prince and the Pauper? CEO Pay in the US and UK", *Economic Journal*, Vol. 110, pp. 640-671.

Core, J.E., R.W. Holthausen and D.F. Larcker (1999), "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics* 51, 371-406.

Dechow, P.M. and R.G. Sloan (1991), "Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation", *Journal of Accounting and Economics* 14 (1), 51-89.

Demsetz, H. and K. Lehn (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.

Denis, D.K. (2001), "Twenty-five Years of Corporate Governance Research ... and Counting". *Review Of Financial Economics 10*, 191-212.

Easterbrook, F.H. (1984), "Two Agency Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review* 74 (4), 650-659.

Eisenberg, T., S. Sundgren and M.T. Wells (1998), "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, pp. 35-54

Fama, E.F. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy* 88 (2), 288-307.

Fama, E.F. and M.C. Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control', *Journal of Law and Economics* 88 (2), 301-325.

Garnaut, Ross, Ligang Song, Stoyan Tenev, and Yang Yao (2005), *China's Ownership Transformation: Process, Outcomes, Prospects, Washington DC*: The World Bank.

Gilson, S.L. (1989), "Management Turnover and Financial Distress", *Journal of Financial Economics* 25 (2), 241-262.

Greenwald, B., and J. Stiglitz (1988), "Examining alternative macroeconomic theories", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 207–270.

Healy, P. (1985), "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions", *Journal of Accounting and Economics* 7, 85-108.

Hermalin, B. and M. Weisbach (1991), "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*, Vol. 20, pp. 101-112.

Holmstrom, B. and J. Tirole (1993), "Market Liquidity and Performance Monitoring", *Journal of Political Economy* 101 (4), 678-709.

Hull, R.A. and J. Mazacheck (2001), "Junior-for-Senior Announcements: A Study of the Role of Inside Ownership", *Review of Financial Economics* 10, 213 – 25.

Jensen, M.C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review* 76 (2), 323-329.

Jensen, M.C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance* 48, 831-880.

Jensen, M.C. and K.J. Murphy (1990), "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy* 98 (2), 225-264.

Jensen, M.C. and W.H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3 (4), 305-360.

Kaplan, S.N. and D. Reishus (1990), "Outside Directors and Corporate Performance", *Journal of Financial Economics* 27 (2), 389-410.

Lang, L.H.P. and R.M. Stulz (1994), "Tobin's q, Corporate Diversification and Firm Performance", *Journal of Political Economy* 102 (6), 1248-1280.

Levine, R. (2000), "Bank-based or market-based financial systems: which is better?", Unpublished.

Martin, K.J. and J.J. McConnell (1991), "Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover", *Journal of Finance* 46 (2), 671-687.

McColgan, P (2001), "Agency Theory and Corporate Governance: a Review of Literature from UK Perspective", *Working Paper Series*, University of Strathclyde.

McConnell, J.J. and H. Servaes (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.

Megginson, W.L. and J.M. Netter (2001), "From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization", *Journal of Economic Literature*, 39, 321- 389.

Mikkelson, W.H. and R.S. Ruback (1985), "An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process", *Journal of Financial Economics* 14 (4), 523-53.

MPDF (Mekong Project Development Facility) (1998), "Equitization of State Enterprises in Vietnam: Experience to Date", *Private Sector Discussions* No. 3, Hanoi.

Rosenstein, S. and J.G. Wyatt (1990), "Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics* 26 (2), 175-191.

Rosenstein, S. and J.G. Wyatt (1994), "Shareholder Wealth Effects when an Officer of One Corporation Joins the Board of Directors of Another Corporation", *Managerial Decision Economics* 15 (4), 317-327.

Shirai, S. (2004), "Testing the Three Roles of Equity Markets in Developing Countries: The Case of China", *World Development* 32 (9), 1467-1486.

Shleifer, A. and R. Vishny (1989), "Management Entrenchment: The Case of Manager Specific Investments", *Journal of Financial Economics* 25 (1), 123-139.

Shleifer, A. and R. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance* 52 (2), 737-783.

Sjoholm, F. (2006), "State Owned Enterprises and Equitization in Vietnam", *Working paper* 228, Stockholm School of Economics.

Stiglitz, J. (1985), "Credit market and the control of capital", *Journal of Money, Credit and Banking* 17, 133–152.

Stulz, R.M. (1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", *Journal of Financial Economics* 26, 3-27.

Truong, Dong Loc, Lanjouw, G. and Lensink, R. (2006), "The Impact of Privatization on Firm Performance in a Transition Economy: the Case of Vietnam", *Economics of Transitions* 14(2), 349-389.

Weisbach, M.S. (1988), "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics* 20 (1-2), 431-460.

Yermack, D. (1996), "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics* 40, 185-211.

CHƯƠNG VII
PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP Ở VIỆT NAM

Trần Thị Thanh Tú

Tóm tắt

Ở những nền kinh tế đang chuyển đổi như Việt Nam, nhu cầu vốn cho phát triển tăng dần từng năm. Sau thời kỳ đổi mới, Tỷ lệ vốn đầu tư đã tăng mạnh từ 2,9% GDP vào năm 1990 lên đến 45,6% GDP năm 2007. Chính phủ Việt Nam đã đưa ra nhiều biện pháp nhằm thu hút nguồn vốn khổng lồ này. Thị trường trái phiếu là một trong những kênh huy động vốn tiềm năng nhất không chỉ cho các dự án của chính phủ mà cả các dự án của khu vực tư nhân. Tuy nhiên, với sự phát triển quá nóng của thị trường chứng khoán trong năm gần đây, thị trường trái phiếu vẫn còn kém phát triển, đi đôi với sự quản lý lỏng lẻo, nhiều chính sách quản lý và các rủi ro tiềm ẩn cần phải được xem xét. Bài viết này tập trung phân tích những hạn chế trong quá trình phát triển thị trường trái phiếu cũng như đề xuất các vấn đề liên quan đến chính sách nhằm hướng tới sự phát triển bền vững và mạnh mẽ của thị trường này.

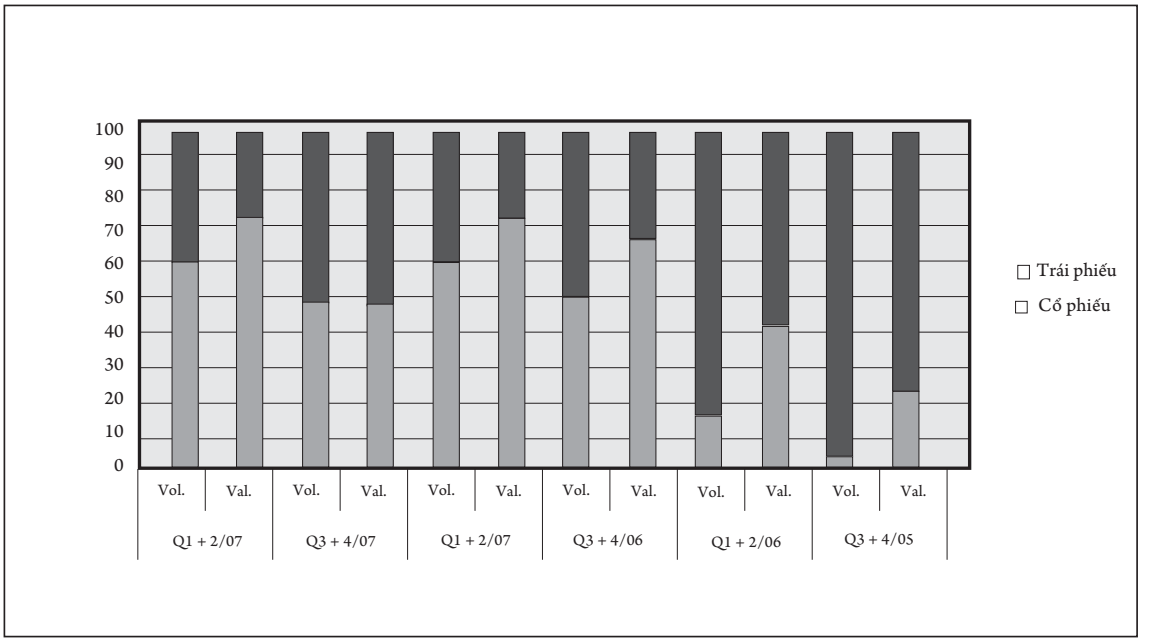
1. Tổng quan về thị trường trái phiếu Việt Nam

Thị trường trái phiếu ở Việt Nam bao gồm tín phiếu kho bạc, trái phiếu chính phủ, trái phiếu chính quyền địa phương, trái phiếu doanh nghiệp, chứng chỉ tiền gửi và các chứng khoán nợ có giá trị khác. Đương nhiên các trái phiếu này chiếm vai trò chủ yếu trên thị trường vốn. Thị trường vốn Việt Nam vẫn được xem là nhỏ về qui mô, và còn chưa thực sự chuẩn hoá. Đây là một thị trường đang phát triển, thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư và tổ chức tài chính nước ngoài.

Vào cuối năm 2007, có khoảng 570 loại trái phiếu chính phủ và các doanh

nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán, với tổng mệnh giá lên tới gần 5 tỉ USD. Các giao dịch trái phiếu chính phủ chiếm tỷ lệ chủ yếu của toàn thị trường. Các số liệu thống kê của VSE (Trung tâm giao dịch chứng khoán) từ cuối năm 2005 đến quí I năm 2008 cho thấy các giao dịch trái phiếu chỉ tạo ra khoảng 5% giá trị toàn thị trường trong năm 2005, nhưng đã tăng gần 50% trong các năm 2006 và 2007, và hơn 60% trong hai quí đầu năm 2008. So sánh với cổ phiếu thì từ năm 2005 đến 2008, tổng giao dịch cổ phiếu giảm cả về giá trị và khối lượng giao dịch. Năm 2005, giao dịch cổ phiếu chiếm trên 80%, tuy nhiên con số này trong năm 2008 chỉ là dưới 30%. Tuy thị trường cổ phiếu phát triển nhanh hơn thị trường trái phiếu về tính thanh khoản, nhưng tổng ngân sách gia tăng từ việc phát hành trái phiếu lại lớn hơn nhiều so với phát hành cổ phiếu. Điều này chứng tỏ tầm quan trọng của trái phiếu, đặc biệt là chính phủ với tư cách là một nguồn vốn đầu tư chủ yếu.

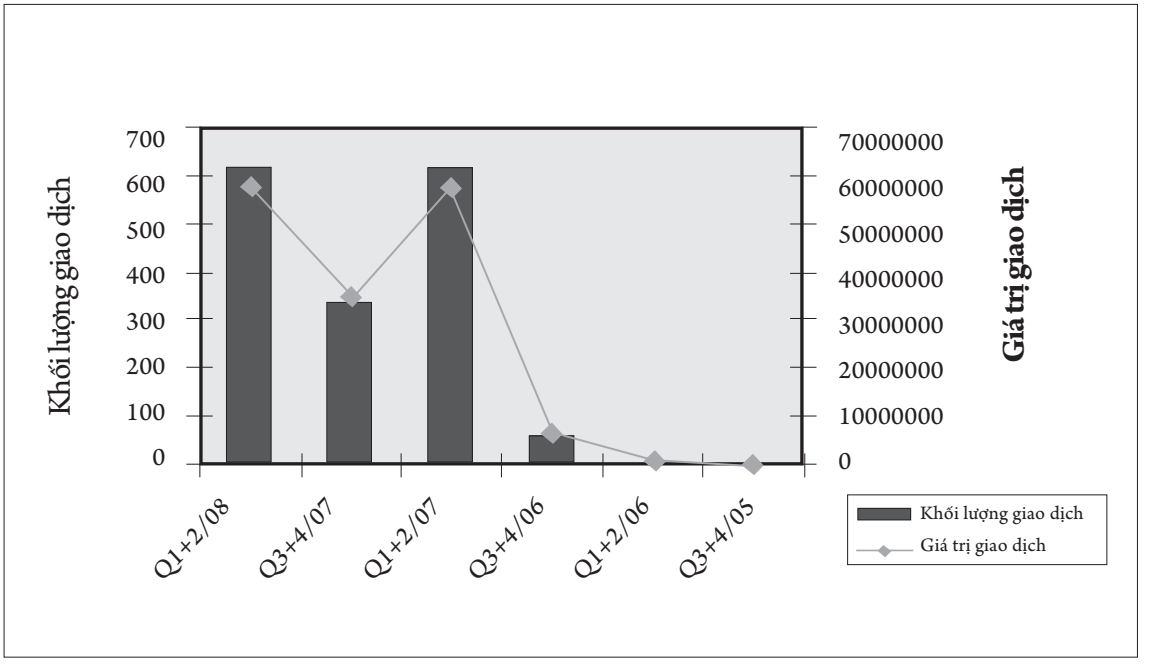
Hình 1. Tỉ lệ giao dịch trái phiếu và cổ phiếu, giai đoạn 2005-2008



Trong 3 loại trái phiếu hiện đã được phát hành và mua bán tại Việt Nam, bao gồm trái phiếu chính phủ và tín phiếu kho bạc (gọi chung là trái phiếu chính phủ), trái phiếu chính quyền địa phương và trái phiếu doanh nghiệp, thì khối lượng trái phiếu chính phủ chiếm ưu thế trên thị trường với 81% thị phần, trong khi đó trái phiếu địa phương là 10%, và trái phiếu doanh nghiệp 9%. Khối lượng các trái phiếu giao dịch trong giai đoạn 2005-2008 được minh họa ở Hình 2.

Trong 5 năm giai đoạn 2006-2010, GDP được kỳ vọng tăng trưởng ở mức 8% - 8,5%, tổng vốn đầu tư cần thiết được ước tính là 2.675.000 tỉ đồng, tương đương 39,9% GDP. Do đó, nhu cầu vốn qua phát hành trái phiếu được ước tính

Hình 2. Khối lượng - giá trị giao dịch trái phiếu



là 187.250 tỉ đồng[1]. Trong đó, trái phiếu chính phủ sẽ chiếm thị phần lớn nhất cả về khối lượng và giá trị.

Trái phiếu chính phủ và tín phiếu kho bạc

Tín phiếu kho bạc ở Việt Nam là các chứng khoán nợ ngắn hạn với kì hạn 182, 273 hoặc 364 ngày trong khi trái phiếu chính phủ là 7, 10, hay 15 năm. Có hơn 570 loại tín phiếu kho bạc và trái phiếu chính phủ khác nhau hiện đang được mua bán. Khoảng 60.000 tỉ đồng trái phiếu chính phủ được Kho bạc Nhà nước và Ngân hàng phát triển Việt Nam phát hành hàng năm chủ yếu thông qua các kênh bảo lãnh và đấu giá. Việc bán lẻ trái phiếu chính phủ thông qua các chi nhánh của Kho bạc Nhà nước và các đại lý phát hành khác sẽ không được tính ở đây. Kế hoạch phát hành tín phiếu kho bạc cùng với trái phiếu chính phủ trong năm 2007 là 60,000 tỉ đồng, trong đó tín phiếu kho bạc chiếm 45%[2]. Hiện nay trái phiếu chính phủ chủ yếu được phát hành thông qua bảo lãnh, hay đấu thầu qua các trung tâm giao dịch chứng khoán và Trung tâm giao dịch của Ngân hàng nhà nước.

Thị trường trái phiếu chính phủ và tín phiếu kho bạc gần như chỉ hoạt động trong thị trường cấp một, không phải thị trường cấp hai. Sau khi được phát hành

[1] Kế hoạch 5 năm Quản lý Nợ , Vụ Tài chính Ngân hàng, Bộ Tài chính
[2] Vụ Kế hoạch, Kho bạc nhà nước

lần đầu, trái phiếu được các ngân hàng thương mại và các công ty lớn nắm giữ cho đến khi đáo hạn nhằm mục đích quản lý khả năng thanh khoản.

Trái phiếu chính quyền địa phương

Trái phiếu chính quyền địa phương được chính quyền địa phương phát hành dưới sự cho phép của chính phủ. Hiện nay mới chỉ có Hà Nội, thành phố Hồ Chí Minh và Đồng Nai phát hành trái phiếu chính quyền địa phương (trái phiếu đô thị) để huy động vốn. Các tỉnh thành được phép phát hành đến 30% tổng nhu cầu chi tiêu và phải được phép của chính phủ cho phép phát hành trái phiếu. Tổng doanh thu phát hành trái phiếu chính quyền địa phương là 7.000 tỉ đồng. Số trái phiếu này được phát hành thông qua các kênh đấu giá, bảo lãnh và đại lý phát hành. Tuy nhiên, tính thanh khoản của loại trái phiếu này là rất thấp.

Bảng 1. Phát hành trái phiếu chính quyền địa phương

TT	Đơn vị phát hành	Đáo hạn (năm)	Suất TN(%)	Ngày phát hành	Ngày niêm yết	Khối lượng niêm yết
1	UBND TP Hà Nội	5	9,07	20/10/2005	28/10/2005	1.500.000
2	UBND TP Hà Nội	5	9,1	1/11/2005	7/11/2005	8.550.000
3	UBND TP Hà Nội	5	8,7	24/10/2006	3/11/2006	400.000
4	UBND TP Hà Nội	5	8,75	27/10/2006	6/11/2006	4.600.000

Nguồn: www.hastc.org.vn (24 tháng 7 năm 2008)

Trái phiếu doanh nghiệp

Các doanh nghiệp phát hành bao gồm các doanh nghiệp nhà nước đang thực hiện cổ phần hoá, hay các tổng công ty, tập đoàn kinh tế lớn. Tổng doanh số phát hành trái phiếu doanh nghiệp là hơn 19.000 tỉ đồng tính đến hết quí 2 năm 2008. Số trái phiếu này được phát hành thông qua kênh đấu giá, bảo lãnh và môi giới. Tuy nhiên, tính thanh khoản của loại trái phiếu này cũng không cao. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ được phân tích chi tiết ở phần sau.

Chứng chỉ tiền gửi và các chứng khoán nợ

Chứng chỉ tiền gửi được coi là những chứng khoán nợ có giá trị và được bảo hiểm tiền gửi. Chứng chỉ tiền gửi thường có thời hạn một năm hoặc hơn. Việc giới hạn số ngày giao dịch là 90 ngày cho các chứng từ có giá được áp dụng cho hoạt động thị trường mở trong đó Ngân hàng nhà nước (SBV) chỉ mua đứt bán đoạn các chứng từ có giá trị, mà không áp dụng cho các giao dịch kỳ hạn. Việc hạn chế

này là nhằm mục đích hướng dẫn thực hiện chính sách tiền tệ ngắn hạn của SBV. Thông thường SBV đưa ra các dự báo hàng quí về khả năng thanh khoản trên thị trường, trong đó số ngày của một quí được tính là 90 ngày. SBV vẫn chưa có ý định xoá bỏ việc hạn chế này mặc dù họ đã nhận được những lời phàn nàn về điều này từ các tổ chức tín dụng. Các hội nghị chính thức hay hiệp hội ngân hàng cũng không còn bàn luận về việc phát hành này nữa.

Pháp lệnh Thương phiếu được Quốc hội thông qua vào ngày 24 tháng 12 năm 1999 đã được thay thế bởi Luật các công cụ chuyển nhượng được Quốc hội thông qua ngày 29 tháng 12 năm 2005 và chính thức có hiệu lực kể từ ngày 1 tháng 7 năm 2006. Luật này điều chỉnh về các thương phiếu và séc. Luật mới này được hy vọng sẽ thúc đẩy việc mua bán các thương phiếu cũng như nâng cao tính thanh khoản của những chứng từ này.

Thị trường trái phiếu Việt Nam vẫn còn trong giai đoạn đầu của sự phát triển, trong đó trái phiếu chính phủ là một tiềm năng lớn. Trái phiếu chính phủ Việt Nam hiện nay được coi là hấp dẫn các nhà đầu tư trong nước và quốc tế cả về lãi suất và độ an toàn. Tuy nhiên, thị trường trái phiếu doanh nghiệp vẫn là một nguồn cung cấp vốn đầy tiềm năng của các doanh nghiệp, đặc biệt là tại thị trường tài chính đang phát triển nhanh chóng như ở Việt Nam. Mối quan tâm lớn nhất hiện nay chính là làm thế nào để khuyến khích các doanh nghiệp sử dụng thị trường này một cách có hiệu quả trong kế hoạch huy động vốn của doanh nghiệp.

2. Thực trạng phát hành trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam - những vấn đề đáng quan tâm

2.1. Số lượng doanh nghiệp và lượng vốn huy động từ thị trường trái phiếu vẫn còn hạn chế.

Các doanh nghiệp phát hành

Cho tới nay (06/2008), mới chỉ có 11 doanh nghiệp phát hành trái phiếu, gồm có: Tổng công ty dầu khí Việt nam (PetroVietnam), Tổng công ty cao su, Tổng công ty công nghiệp tàu thuỷ (Vinashin), Tập đoàn Điện lực Việt nam (EVN), Tổng công ty Lắp máy Việt nam (Lilama), Tổng công ty Thép Việt nam, Vilexim, Tổng Công ty cổ phần xây dựng điện Việt nam, Tổng công ty Sông Đà, Tổng công ty xuất nhập khẩu xây dựng Việt nam và Vincom. Trong 6 tháng đầu năm 2008, do sự đi xuống của thị trường chứng khoán, trừ Vincom, không có một tổ chức nào phát hành trái phiếu mới. Tất cả các công ty này đều là những đơn vị đầu ngành hoặc các doanh nghiệp nhà nước đã cổ phần hóa. Thực tế, nhu cầu của họ là nguồn vốn lớn, dài hạn và ổn định để đáp ứng các dự án trọng điểm

Bảng 2. Tình hình phát hành trái phiếu doanh nghiệp

TT	Tổ chức phát hành	Giá trị phát hành (tỉ đồng)	Thời hạn	Lãi suất
1	Tổng công ty Dầu khí	300	5	8,5% năm đầu, năm sau thả nổi
2	Tổng công ty Cao su	40	2	8,60%
3	TCT công nghiệp tàu thủy	7,103		
	Năm 2004	300	2	8,20%
	Năm 2005	1.000		
	Năm 2006 (5 đợt)	2.600		
	Đợt 1	500	2	9,6%/năm
	Đợt 2	300	2	9,6%/năm
	Đợt 3	500	5	10%/năm
	Đợt 4	1.000	10	10,5%/năm
	Đợt 5	300	2	9,6%/năm
	Năm 2007	3.203		
	Đợt 1	3.000	10	9%/năm
	Đợt 2	200	2	8,95%/năm
	Đợt 3	3.000	10	9,4%/năm
4	TCT Sông Đà	460		
	Năm 2005	200	3	9,3%/năm
	Năm 2006	260	5	năm đầu 10,5%/năm, năm sau thả nổi
5	TCT điện lực Việt Nam	6.200		
	Năm 2005	200	5	8,8%/năm đầu, năm sau thả nổi
	Năm 2006	6.000		
	Đợt 1	350	5	9,6% năm đầu, năm sau thả nổi,+ 1.2%
	Đợt 2	1.150	5	9,6%/năm
	Đợt 3	500	5	9,6% năm đầu, năm sau thả nổi
	Đợt 4	900	5	9,5% năm đầu, năm sau thả nổi
	Đợt 5	600	5	9,6%/năm, cố định
	Đợt 6	500	5	9,6%/năm, các năm sau bằng LS tiền gửi
	Đợt 7	1.000	10	9,6%/năm đầu, các năm sau 9,95%/năm
	Đợt 8	1.000	10	Cố định 9,7%/năm
6	LILAMA (2007)	1.500		
	Lần 1	500	5	9,60%/năm

	Lần 2	1.000	10	9,20%/năm
	Lần 3	500	5	8,8 %/năm
	TCT Thép Việt Nam (2007)	400	5	9,5%/năm
7	VINACONEX (2007)	1.000	6	3%/năm, kèm quyền mua cổ phiếu
8	TCTCP xây dựng điện VN (2007)	500	3	10,15 %/năm
9	Vilexim (2007)	5	3	
10	Vincom	2.000	5	16% năm đầu, các năm sau bằng lãi suất tiền gửi của 4 NHTM hàng đầu + tối đa 4% (05/2008)
11	**Tổng cộng**	**19.068**		

Nguồn: Bộ Tài chính, 2007

quốc gia, mà những nguồn vốn này khó có thể vay được từ một ngân hàng duy nhất. Thực ra uy tín của các công ty này đủ để đề nghị với ngân hàng bất kì khoản vay nào, tuy nhiên, các ngân hàng cũng có những giới hạn trong việc cho vay, như khoản vay tối đa không được quá 15% tổng vốn chủ sở hữu. Do vậy, thị trường trái phiếu là một kênh cần thiết để huy động lượng vốn lớn, dài hạn.

Doanh số phát hành

Doanh số từ phát hành trái phiếu có sự tăng trưởng mạnh mẽ. Từ 300 tỷ VND (do Tổng công ty Dầu khí phát hành) năm 2003 đã lên đến hơn 6.600 tỷ VND tháng 3 năm 2007, đặc biệt năm 2006 đạt hơn 8.800 tỷ VND, trong đó EVN phát hành 6 đợt với tổng doanh số là 6.000 tỷ VND. Tổng doanh số phát hành trái phiếu từ năm 2003 đến 2007 đạt 17.068 tỷ VND. Trong đó, Vinashin và EVN là hai doanh nghiệp phát hành nhiều nhất, chiếm 41% và 36% tương ứng. Còn các tổng công ty khác chỉ chiếm dưới 10% trong tổng vốn huy động. Điều này hoàn toàn phù hợp với nhu cầu đầu tư vốn lớn của 2 tổng công ty này. Đây đồng thời cũng là hai trái phiếu doanh nghiệp hấp dẫn nhất trên thị trường hiện nay. Vinashin huy động vốn cho các dự án đóng tàu siêu trường siêu trọng với mục đích trở thành tập đoàn đóng tàu xuất khẩu hàng đầu của Việt nam. EVN cũng phát hành trái phiếu đầu tư xây dựng các nhà máy thủy điện để đáp ứng nhu cầu điện ngày càng gia tăng như hiện nay. EVN cũng đang chiến lược sẽ phát hành 300 triệu đến 500 triệu USD trái phiếu quốc tế và tiến tới được xếp hạng trái phiếu theo chuẩn mực quốc tế.

Mặc dù tăng trưởng khá nhanh như vậy, song so với lượng vốn vay ngân hàng thông qua kênh tín dụng ngân hàng của các doanh nghiệp thì vẫn là con số vô

cùng khiêm tốn. Từ năm 2002 đến năm 2005, tốc độ tăng trưởng tín dụng ngân hàng đạt trung bình xấp xỉ 25%[3], song từ năm 2006 đến năm 2007, có xu hướng sụt giảm khá mạnh, trung bình khoảng 15% mỗi năm. Năm 2007, tốc độ này lại tăng mạnh đến hơn 45%, thậm chí đối với một vài ngân hàng con số này là hơn 50%. Tuy nhiên, sự gia tăng này của tín dụng ngân hàng không chỉ cung cấp tài chính cho hoạt động sản xuất và kinh doanh, một phần lớn trong đó được dùng để cho vay phát hành cổ phiếu. Sự phát triển mạnh mẽ của thị trường chứng khoán trong thời gian này có thể là nguyên nhân chính dẫn đến sự chuyển hướng của các doanh nghiệp, từ việc vay vốn ngân hàng sang việc phát hành cổ phiếu để hưởng thặng dư vốn (Xem mục 2.4).

Kỳ hạn của trái phiếu

Hầu hết các trái phiếu được phát hành đều có kỳ hạn dài, ngắn nhất là 2 năm, dài nhất là 10 năm. Trái phiếu EVN hầu hết đều có kỳ hạn 10 năm, đầu tư vào các công trình thuỷ điện, cải tạo mạng lưới điện quốc gia. Trái phiếu Vinaconex và Lilama phát hành thường có kỳ hạn 5 năm. Để khuyến khích các nhà đầu tư, Vinanconex phát hành trái phiếu kèm theo chứng quyền (warrant) là quyền mua cổ phiếu của Nhà máy xi măng Cẩm Phả với mức giá ưu đãi. Trong một thị trường tài chính phát triển, trái phiếu thường có thời hạn từ trên 20 năm cho đến 30 năm. Các ngân hàng thường hạn chế trong việc cho vay các khoản vay dài hạn như thế vì rủi ro cao. Tuy nhiên, ở Việt Nam, trong điều kiện lạm phát cao, môi trường chính sách không đảm bảo và do tác động khá nhạy cảm của các biến động kinh tế quốc tế đã gây nên tâm lý thiếu tin tưởng của các nhà đầu tư khi đầu tư vào một loại trái phiếu có thời hạn quá dài.

Lãi suất trái phiếu

Tất cả các trái phiếu đều trả lãi sau, với phương thức trả lãi hàng năm (coupon), lãi suất cố định. Riêng Tổng công ty Sông Đà và EVN phát hành trái phiếu có lãi suất thả nổi, được điều chỉnh căn cứ vào lãi suất Trái phiếu Chính Phủ hoặc lãi suất trên thị trường tiền tệ liên ngân hàng. Về cơ bản, lãi suất trái phiếu doanh nghiệp đều cao hơn lãi suất đấu thầu trái phiếu chính phủ. (Xem Bảng 3)

Bảng 3. Lãi suất trúng thầu trái phiếu Chính phủ

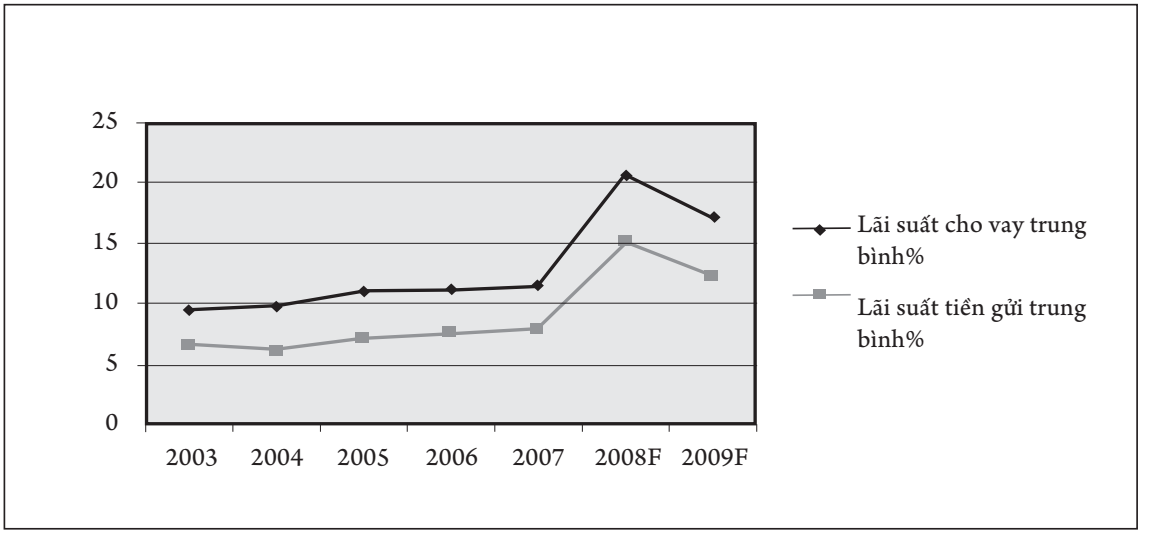
	Quí 3/05	Quí 4/05	Quí 1/06	Quí 2/06	Quí 3/06	Quí 4/06	Quí 1/07	Quí 2/07	Quí 1/08	Quí 2/08
Lãi suất (%/năm)	8,95	9,07	8,95	8,75	8,4	8,8	7,7	7,15	NA	11

Nguồn: Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội (www.hastc.org.vn)

[3] Theo Báo cáo quốc gia của IMF (2006), tổng dư nợ tín dụng ngân hàng từ năm 2002 đến năm 2007(dựbáo) lần lượt là: 22.2, 28.4,41.6,31.7,22.6,23.6 triệu USD.

Giai đoạn từ năm 2005 đến 2007, lãi suất trái phiếu chính phủ phát hành thông qua đấu thầu là từ 7,15% đến gần 9%. So sánh với lãi suất tiết kiệm vào thời điểm đó (từ 7% đến 8%), thì đây là một cơ hội đầu tư hấp dẫn và vẫn an toàn. Từ đầu năm 2008, do lạm phát cao và sự đi xuống của thị trường chứng khoán, lãi suất trúng thầu trái phiếu chính phủ tăng mạnh đến hơn 10%. Tuy nhiên, con số này vẫn thấp hơn nhiều so với lãi suất tiết kiệm (lúc này đã đẩy mạnh lên đến gần 20%), do đó, tổng giá trị trái phiếu chính phủ phát hành vào thời điểm này chỉ là hơn 21.000 tỉ đồng.

Hình 3. Lãi suất huy động và cho vay trung bình



Nguồn: Economist Intelligence Unit

Tuy nhiên, có thể thấy lãi suất này vẫn thấp hơn so với lãi suất vay ngân hàng (trung bình 12%-14%/năm đối với dự án vay dài hạn). Thực ra, đây chỉ là lãi suất danh nghĩa, không phải lãi suất thực, trong bối cảnh lạm phát tăng, lãi suất thực có xu hướng xuống dưới mức 0%. Điều này có thể giải thích tại sao các nhà đầu tư tỏ ra thờ ơ với việc đầu tư vào trái phiếu. Các nhà đầu tư hầu hết là các tổ chức như ngân hàng, các công ty bảo hiểm hay các doanh nghiệp lớn. Họ nắm giữ trái phiếu nhằm mục đích quản lý tính thanh khoản chứ không phải nhằm mục đích lợi nhuận.

So sánh với lãi suất trái phiếu chính phủ cùng kỳ hạn, có thể thấy, lãi suất trái phiếu của của các doanh nghiệp phát hành có xu hướng biến động cùng chiều (Bảng 4). Khoảng chênh lệch (interest gap) giữa lãi suất trái phiếu chính phủ và lãi suất doanh nghiệp khoảng 2.5% đến 3 %, phản ánh mức chênh lệch rủi ro của hai trái phiếu này. Lãi suất chuẩn Bloomberg là lãi suất trái phiếu Chính phủ Việt nam được Bloomberg tính toán dựa trên cơ sở ước lượng.

Bảng 4. Lãi suất Trái phiếu doanh nghiệp và Trái phiếu Chính phủ

Kỳ hạn	2 năm	3 năm	5 năm	7năm	10 năm	15 năm
Lãi suất TPCP trúng thầu gần nhất (%)	7,3	7,67	7,9	8,2	8,7	8,85
Lãi suất TPCP mới phát hành (%)	7,2	7,35	7,86	NA	NA	8,4
Lãi suất chuẩn BloomBerg (%)	7,475	7,679	7,921	8,217	8,461	8,792
Lãi suất TPDNs	9,6	8,5 - 9,3	9,6 -10	NA	9,7	NA

Nguồn: www.ssi.com.vn (Otc- 2007) và tính toán của tác giả

Trên thực tế, còn tùy thuộc vào từng thời điểm phát hành và kỳ hạn của từng loại trái phiếu, mà mức chênh lệch này có thực sự phản ánh rủi ro của hai loại trái phiếu này hay không. Ví dụ, năm 2005, khi Vinashin phát hành trái phiếu, kỳ hạn 5 năm, lúc đó, lãi suất trái phiếu Chính phủ cùng kỳ hạn là 8,5%, nhưng lãi suất trái phiếu của Vinashin "không được phép" cao hơn lãi suất trái phiếu Chính phủ (8.4%/năm). Để tăng tính hấp dẫn của trái phiếu, Vinashin đã thay đổi hình thức trả lãi thành trả lãi trước, dẫn đến lãi suất thực của trái phiếu xấp xỉ 8,9%.

Ngoài lãi vay, các doanh nghiệp phát hành còn phải trả một khoản phí hay hoa hồng cho các dịch vụ tư vấn bảo lãnh phát hành và bảo hành thanh toán, gọi là chi phí phát hành. Chi phí này có thể tăng lên rất cao, phụ thuộc vào khả năng trả nợ của doanh nghiệp phát hành, nó có thể làm tăng lãi suất thực lên tới 12% hay 13% hàng năm. Khả năng trả nợ càng thấp, chi phí phát hành càng cao. Đây cũng là một trong những rào cản chính đối với việc phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Việt nam hiện nay.

Khó phát hành trái phiếu trong bối cảnh lạm phát tăng

Từ đầu năm 2008 đến nay, lãi suất thay đổi một cách khó tin. Do chính sách tiền tệ thắt chặt, dẫn tới việc các ngân hàng thiếu khả năng thanh khoản, lãi suất cơ bản được Ngân hàng Nhà nước Việt nam (NHNNVN) công bố và sử dụng làm lãi suất chuẩn cho các ngân hàng thương mại tăng trong hầu hết các thời điểm, từ gần 7.5% trong tháng 1 đến cao nhất là 13% trong tháng 6. Kết quả là, lãi suất chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn mà NHNNVN áp dụng cho các khoản vay đối với ngân hàng thương mại cũng tăng theo. Việc tăng lãi suất này kéo theo sự tăng mạnh của chi phí vay nợ. Do vậy, rất ít doanh nghiệp có thể phát hành trái phiếu với mức lãi suất đó. Hơn nữa, sự đi xuống của thị trường chứng khoán trong hai quí đầu của năm 2008 cũng tạo ra nhiều khó khăn hơn trong việc phát hành trái phiếu mới.

Bảng 5. Lãi suất cơ bản được NHNNVN điều chỉnh trong 6 tháng đầu năm 2008

Thời điểm	1/2/2008	19/5/2008	11/6/2008
Lãi suất cơ bản %	7,5	11	13
Lãi suất chiết khấu %	8,755	12	14
Lãi suất tái cấp vốn %	6	13	15

Nguồn: SBV.gov.vn

Phương thức bảo lãnh

Hầu hết các công ty đều phát hành trái phiếu thông qua một tổ chức làm đại lý phát hành. Đại lý phát hành được lựa chọn đảm nhận cung cấp dịch vụ tư vấn phát hành bao gồm bảo lãnh, phát hành và thanh toán theo lãi suất coupon hay theo mệnh giá. Các công ty chứng khoán là những thành viên chính trên thị trường này, bên cạnh các ngân hàng cổ phần, các công ty bảo hiểm hay kiểm toán. Với những lợi thế về thông tin và đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, họ là những nhà cung cấp chính của dịch vụ này. Hiện tại, dịch vụ tư vấn bảo lãnh phát hành vẫn là một trong những dịch vụ còn khá non trẻ ở các công ty chứng khoán, tỷ trọng doanh thu từ dịch vụ này chỉ chiếm khoảng từ 5% đến 10% trong tổng doanh thu từ dịch vụ tư vấn. Các công ty chứng khoán thuộc ngân hàng thường tận dụng hệ thống mạng lưới chi nhánh và phòng giao dịch trên toàn quốc để làm đại lý phát hành cho doanh nghiệp, nếu không, các công ty không thể bán trái phiếu với khối lượng lớn.

2.2. Không có tổ chức xếp hạng tín dụng chuyên nghiệp, là rào cản cho các doanh nghiệp nhỏ khi phát hành trái phiếu

Xếp hạng tín dụng doanh nghiệp là một trong những tiêu chí quan trọng đối với nhà tài trợ vốn, như ngân hàng hay nhà đầu tư để đưa ra quyết định có cho doanh nghiệp vay hay không. Đây là một tiêu chuẩn phản ánh tình hình tài chính của doanh nghiệp, bao gồm các chỉ tiêu tài chính phản ánh khả năng thanh toán hay khả năng chi trả của doanh nghiệp, cơ cấu vốn và khả năng sinh lời. Bên cạnh các chỉ tiêu tài chính, còn có các chỉ tiêu phi tài chính như: trình độ, năng lực quản lý, kinh nghiệm điều hành, kinh doanh của giám đốc doanh nghiệp v.v. Các chỉ tiêu này sẽ được chấm điểm trên cơ sở so sánh với các chỉ tiêu trung bình ngành. Từ đó, các chỉ tiêu phản ánh tình hình tài chính của doanh nghiệp sẽ được tổng hợp, xếp hạng A đến C, trong đó, doanh nghiệp được xếp hạng AAA là tốt nhất, có khả năng thanh toán, khả năng trả nợ tốt, khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động cao, hoàn toàn có thể mở rộng tín dụng. Doanh nghiệp được xếp hạng

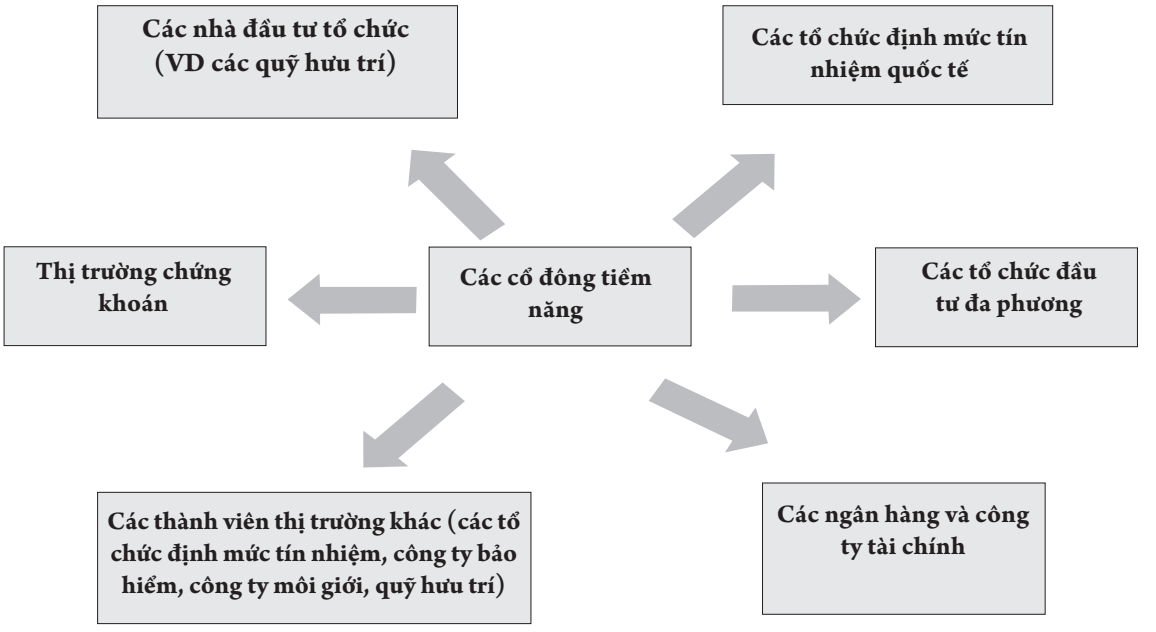
B là doanh nghiệp nên hạn chế tín dụng (credit rationing), đồng thời kiểm soát chặt chẽ, thu hồi nợ cũ. Doanh nghiệp xếp hạng C là doanh nghiệp không thể cho vay, khẩn trương thu hồi nợ cũ, đồng thời xem xét khả năng thanh lý hay phát mại tài sản đảm bảo, thu hồi nợ (CIC, 2007).

Xếp hạng tín dụng nói riêng hay định mức tín nhiệm nói chung còn là một công cụ rất quan trọng để các nhà hoạch định chính sách quản lý thị trường. Các tổ chức định mức tín nhiệm có uy tín không chỉ thực hiện việc định mức tín nhiệm các trái phiếu doanh nghiệp mà còn xếp hạng cả trái phiếu chính phủ. Khi đó, các thông tin liên quan đến định mức tín nhiệm hay uy tín của các doanh nghiệp khi phát hành trái phiếu sẽ được cung cấp không chỉ trong phạm vi quốc gia mà còn có thể trong khu vực hay thế giới. Đặc biệt đối với các doanh nghiệp lớn khi phát hành trái phiếu quốc tế như Vinashin hay EVN phải được xếp hạng bởi các tổ chức định mức tín nhiệm trong khu vực. Mô hình thành lập một tổ chức định mức tín nhiệm khu vực Châu Á do Worldbank đề xuất (Swati R.Ghosh, 2006) dưới dạng một công ty cổ phần, có sự tham gia góp vốn của các nhà đầu tư tổ chức, các ngân hàng, công ty bảo hiểm, sở giao dịch chứng khoán, các tổ chức đầu tư đa biên và các công ty định mức tín nhiệm quốc tế (Hình 4) dường như phù hợp áp dụng tại Việt Nam.

Tuy nhiên, hiện tại ở Việt nam, chưa có một tổ chức chuyên nghiệp nào thực hiện dịch vụ cung cấp các chỉ tiêu xếp hạng tín dụng doanh nghiệp, từ đó, là cơ sở để xếp hạng trái phiếu doanh nghiệp. Các công ty kiểm toán mặc dù đã rất nỗ lực trong việc đa dạng hóa các dịch vụ cung cấp, song, với nguồn nhân lực còn khan hiếm như hiện nay, thị trường mục tiêu của các công ty này vẫn chỉ là cung cấp các dịch vụ kiểm toán các công ty niêm yết hay tư vấn cổ phần hóa, định giá doanh nghiệp.

Vào tháng 12 năm 2007, CIC (Credit Information Center), SBV hợp tác cùng D&B (Dun and Bradstreet), một công ty hàng đầu thế giới trong lĩnh vực cung cấp thông tin, xuất bản cuốn "Xếp hạng tín dụng doanh nghiệp của các công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam" công bố xếp hạng tín dụng doanh nghiệp của 198 công ty được niêm yết cho đến ngày 24 tháng 8 năm 2007 (trừ các ngân hàng và các quĩ đầu tư). Hầu hết các công ty đều được xếp hạng B trở lên, chỉ có 7 công ty xếp hạng CCC chiếm 3%. Những thông tin này rất quan trọng đối với ngân hàng và các nhà đầu tư, tuy nhiên, chúng cũng chỉ có ý nghĩa tại thời điểm xếp hạng, không phải trong cả một giai đoạn. Nếu việc xếp hạng tín dụng doanh nghiệp được thực hiện định kỳ, ít nhất là hàng tháng hoặc hàng quí, chắc chắn chúng sẽ trở nên hữu ích hơn cho người sử dụng. Hiện nay, CIC mới chỉ cung cấp dịch vụ xếp hạng tín dụng theo yêu cầu với chi phí khá cao. Do đó, cho đến trước khi CIC xuất bản cuốn sách này, các nhà đầu tư vẫn

Hình 4. Mô hình góp vốn hình thành nên các tổ chức định mức tín nhiệm



Nguồn: East Asian Finance – The Road to Robust Market, 2006

chưa được tiếp cận với các thông tin trên.

Thực tế hiện nay, hầu hết các doanh nghiệp phát hành trái phiếu đều là các công ty lớn nhất trong ngành. Các điều kiện về tài chính của họ tốt hơn nhiều so với mặt bằng chung của toàn ngành. Bên cạnh đó, một số doanh nghiệp được chính phủ bảo đảm, do vậy rủi ro không có khả năng chi trả của họ là rất thấp. Tuy nhiên, để phát triển thị trường khuyến khích các doanh nghiệp phát hành trái phiếu, cần thiết phải thành lập một chuẩn mực về xếp hạng tín dụng hay xếp hạng trái phiếu doanh nghiệp. Đặc biệt, trong xu thế toàn cầu hoá, khi một doanh nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán nước ngoài, trái phiếu của doanh nghiệp đó phải được xếp hạng theo tiêu chuẩn quốc tế[4].

2.3. Thiếu vắng các nhà tạo lập thị trường

Các nhà tạo lập thị trường trái phiếu đóng 2 vai trò: người môi giới và tự doanh trái phiếu, và họ thu lợi nhuận từ các hoạt động này. Thứ nhất, với tư cách là người môi giới trái phiếu, các nhà tạo lập thị trường có thể thu lợi từ phí môi

[4] Hiện tại, chỉ có VCB và BIDV được xếp hạng tín dụng theo tiêu chuẩn quốc tế, do đó, lãi suất của các ngân hàng này cao bằng lãi suất trần của trái phiếu chính phủ. Một số các doanh nghiệp nhà nước cũng đang có kế hoạch để được xếp hạng theo tiêu chuẩn quốc tế, để phát hành trái phiếu quốc tế. Khi lãi suất trái phiếu chính phủ giảm, trái phiếu doanh nghiệp có thể trở nên hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư vì lãi suất coupon cao hơn, đặc biệt trên một khía cạnh nào đó thì các trái phiếu doanh nghiệp có mức độ xếp hạng tín dụng gần với trái phiếu chính phủ.

giới. Thứ hai, với tư cách là người kinh doanh trái phiếu, họ thu tiền nhờ hưởng chênh lệch giá. Giá trái phiếu phụ thuộc vào lãi suất, giá tăng khi lãi suất giảm và ngược lại.

Tuy nhiên, hoạt động tạo lập thị trường trái phiếu hàm chứa rủi ro cao hơn hoạt động môi giới chứng khoán. Đóng vai trò là người tạo lập thị trường, các yêu cầu đặt ra rất cao và đòi hỏi chi phí lớn: (i) nắm giữ một lượng lớn trái phiếu và tiền mặt, (ii) cơ sở hạ tầng công nghệ cao, (iii) đội ngũ nhân viên có trình độ kĩ thuật cao và tác phong chuyên nghiệp. Hơn nữa, khi giá trái phiếu giảm, hay xảy ra rủi ro không trả được nợ thì những nhà tạo lập thị trường cũng sẽ bị thua lỗ (Trần Đăng Khâm, 2007).

Các thông tin mà những nhà tạo lập thị trường thu được là các dữ liệu thô, do đó họ có thể có lợi thế, nhưng họ cũng có thể bị thua lỗ khi xuất hiện các thông tin nội bộ. Người tạo lập thị trường phải mua khi giá tăng và bán khi giá giảm[5]. Khả năng thua lỗ trên thị trường này sẽ rất lớn khi giá trái phiếu bị ảnh hưởng nặng nề bởi tâm lí của nhà đầu tư. Thị trường trái phiếu Việt Nam là một minh chứng rõ ràng. Ở những thị trường tài chính kém hiệu quả, tâm lý của nhà đầu tư chính là yếu tố mang tính định hướng ảnh hưởng tới các quyết định mua hay bán trái phiếu. Các nhà tạo lập thị trường chính là những người giúp cân bằng áp lực cung - cầu khi xuất hiện thông tin thất thiệt.

Bên cạnh đó, các công ty chứng khoán là những nhà kinh doanh chuyên nghiệp trên thị trường chứng khoán. Họ có lợi thế trong việc môi giới và mua bán chứng khoán, do đó có thể tạo dựng các mối quan hệ mật thiết với các nhà đầu tư là các tổ chức hoặc cá nhân, từ đó nâng cao tính thanh khoản của trái phiếu đầu tư. Đây chính là một trong những vấn đề mà những người làm chính sách đang rất quan tâm, vì tính thanh khoản thấp của trái phiếu là nguyên nhân dẫn tới sự kém phát triển của thị trường này. Với sự bùng nổ của thị trường chứng khoán vào năm 2006 và đầu năm 2007, tất cả các công ty chứng khoán bị hấp dẫn bởi các khoản hoa hồng và lợi nhuận từ việc kinh doanh cổ phiếu, họ dường như không còn hứng thú với việc mua bán và kinh doanh trái phiếu. Trong tương lai gần, khi thị trường trái phiếu tách bạch với thị trường cổ phiếu, họ hy vọng sẽ đa dạng hoá được danh mục đầu tư chứng khoán, từ đó đóng góp vào sự phát triển của các nhà tạo lập thị trường.

2.4. Tính thanh khoản của thị trường trái phiếu thấp

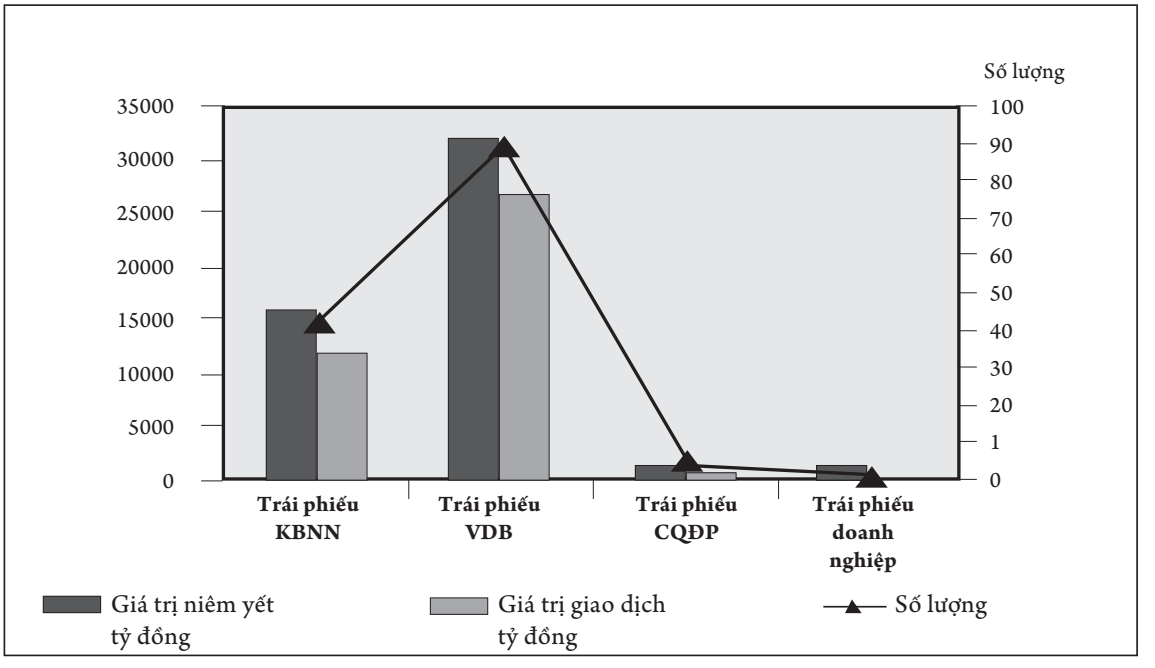
Đây có thể là một trong những nguyên nhân chính khiến thị trường trái phiếu chưa thực sự phát triển. Vậy, tại sao trong khi thị trường cổ phiếu phát

[5] Nhà tạo lập thị trường phải mua và bán bất kỳ khi nào có lệnh đặt mua và bán của nhà đầu tư (kể cả khi thua lỗ) để đảm bảo tính thanh khoản của trái phiếu.

triển mạnh mẽ như vậy mà thị trường trái phiếu doanh nghiệp lại gần như mới dừng lại ở các giao dịch sơ cấp, chưa có các giao thứ cấp? Đó là do một số nguyên nhân sau. *Thứ nhất,* trái phiếu có lãi suất cố định, giá trái phiếu ít biến động nên các nhà đầu tư cá nhân không thấy hấp dẫn khi nắm giữ trái phiếu, mà họ sẽ đầu tư vào cổ phiếu, do vậy, việc mua đi bán lại các trái phiếu sẽ không „nhộn nhịp" như cổ phiếu. *Thứ hai,* các nhà đầu tư tổ chức là các tổ chức như ngân hàng, các công ty bảo hiểm hay các doanh nghiệp lớn. Họ nắm giữ trái phiếu nhằm mục đích quản lý tính thanh khoản chứ không phải nhằm mục đích lợi nhuận. Do vậy, họ ưa thích nắm giữ trái phiếu chính phủ hơn là các trái phiếu doanh nghiệp. Chính vì thế, các giao dịch thứ cấp trái phiếu doanh nghiệp rất ít, mà chủ yếu là giao dịch trái phiếu chính phủ. Đặc biệt, đối với các trái phiếu doanh nghiệp chưa niêm yết chính thức trên sàn thì các nhà đầu tư nắm giữ cho đến ngày mãn hạn.

Trên sàn giao dịch Thành phố HCM (HOSE) hiện mới có 2 trái phiếu doanh nghiệp được niêm yết trong đó có một là trái phiếu của BIDV, còn trên sàn sàn giao dịch Hà nội (HASTC) chỉ có một trái phiếu doanh nghiệp. Từ tháng 7 năm 2008, tất cả các trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu chính phủ chỉ được giao dịch trên sàn HASTC. Giá trị giao dịch và giá trị niêm yết của các trái phiếu doanh nghiệp cũng rất khiêm tốn (xem hình 2). Chiếm tỷ trọng nhiều nhất vẫn là các trái phiếu của Ngân hàng phát triển (VDB) (45-50%) và trái phiếu chính phủ do kho bạc phát hành (35-40%), còn lại là trái phiếu chính quyền địa phương (5-10%), trái phiếu doanh nghiệp chỉ khoảng dưới 5%.

Hình 3. Cơ cấu trái phiếu giao dịch



Nguồn: Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà nội, 12/2007 (www.hastc.org.vn)

Thực tế cả 3 loại trái phiếu doanh nghiệp được giao dịch trên sàn HASTC đều do EVN và PVFC phát hành. PVFC là một tập đoàn tài chính, phát hành trái phiếu mục đích chính là để cung cấp dịch vụ tài chính. Việc phát hành khác rất nhiều so với việc phát hành trái phiếu của các tập đoàn kinh tế như EVN.

Bảng 5. Giao dịch trái phiếu trên sàn HASTC

TT	Tổ chức phát hành	Đáo hạn (năm)	Suất thu nhập (%)	Ngày phát hành	Ngày niêm yết	Số lượng niêm yết
1	PVFC	3	9,05	19/06/2006	12/7/2007	3.645.986
2	EVN	5	9,5	20/07/2006	16/07/2007	9.000.000
3	EVN	5	9,6	1/9/2007	24/09/2007	6.000.000

Nguồn: Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội, 24/07/2008 (www.hastc.org.vn)

Các thành viên của thị trường trái phiếu bao gồm các ngân hàng thương mại, các công ty chứng khoán, bảo hiểm, các quĩ đầu tư, các công ty tài chính và các tổ chức tài chính trung gian khác. Tuy nhiên, các nhà tạo lập thị trường có tiềm lực nhất vẫn là các ngân hàng thương mại và các công ty chứng khoán. Đứng đầu là các nhà đầu tư lớn trên thị trường phát hành và mua bán trái phiếu. Họ có thể là những nhà tạo lập thị trường cũng như người môi giới hay bảo lãnh. Tính cho đến thời điểm này ở Việt Nam mới chỉ có Vietcombank (VCB) và IncomBank (ICB) hoạt động như những công ty môi giới và bảo lãnh trái phiếu chuyên nghiệp. Hai ngân hàng thương mại thuộc sở hữu nhà nước khác là VBARD và BIDV, một số ngân hàng cổ phần và ngân hàng nước ngoài như CitiBank, HSBC, Deutsch Bank, Standard Chartered Banks cũng đang ở bước đầu thực hiện hoạt động này.

2.5. Chi phí phát hành cổ phiếu thấp, không khuyến khích các doanh nghiệp phát hành trái phiếu

Trong giai đoạn bùng nổ của thị trường chứng khoán (2006 - đầu 2007), việc huy động vốn bằng cách phát hành cổ phiếu trở nên dễ dàng hơn so với việc vay tiền ngân hàng hay phát hành trái phiếu miễn là doanh nghiệp được xếp hạng tín dụng hạng B. Thậm chí ngay cả đối với các công ty chưa ra đời, mới chỉ là đề án thành lập trên giấy cũng có thể dễ dàng bán hết số cổ phiếu phát hành chỉ trong thời gian ngắn. Các nhà đầu tư phổ thông dễ bị hấp dẫn bởi những cổ phiếu được bán gấp 2 hoặc 3 lần mệnh giá. Rõ ràng, việc phát hành cổ phiếu tràn lan như vậy tiềm ẩn rủi ro rất lớn cho các nhà đầu tư. Sau khi phát hành, cổ đông khó có thể kiểm soát được công ty có thực sự đầu tư vốn vào các lĩnh vực và dự

án đã đề nghị trước đó hay không. Có công ty đã phát hành cổ phiếu sau đó đem tiền gửi ngân hàng, lãi ngân hàng thừa đủ để trả cổ tức, công ty không cần phải kinh doanh gì cả. Điều này nghe có vẻ phi lý nhưng đó là sự thật. Bởi vì số thặng dư vốn (tổng vốn thu được nhờ bán cổ phiếu ở mức giá cao hơn nhiều so với mệnh giá), lãi tiền gửi (tính theo số tiền này) cao hơn nhiều so với cổ tức phải trả cho các cổ đông (tính theo mệnh giá). Việc này không thể xảy ra ở các thị trường tài chính hoạt động hiệu quả, nhưng lại xảy ra ở Việt Nam. Giá cổ phiếu bị đẩy lên quá cao so với giá trị hiện tại hay giá trị thực (PV), khiến các nhà đầu tư phải đối mặt với cả rủi ro kinh doanh và rủi ro về tài chính trong tương lai gần khi doanh nghiệp kinh doanh thất bại.

Mặt khác, chi phí vốn khi huy động vốn bằng cách phát hành cổ phiếu thấp hơn nhiều so với phát hành trái phiếu hay vay ngân hàng. Thậm chí kể cả khi phí vốn vay được khấu trừ trước khi tính thuế thu nhập thì số thặng dư vốn vẫn làm giảm chi phí vay vốn sau thuế, chính điều này đã khuyến khích các doanh nghiệp phát hành cổ phiếu chứ không phải trái phiếu. Do đó, chỉ khi nào giá trị cổ phiếu được định giá một cách chính xác, doanh nghiệp mới phải dựa trên chi phí vốn, lựa chọn giữa việc phát hành cổ phiếu hay trái phiếu trong cơ cấu vốn của mình nhằm tối đa hoá giá trị doanh nghiệp.

2.6. Đường cong lãi suất vẫn chưa được xây dựng

Đường cong lãi suất (Yield curve) mô tả mối quan hệ giữa thời gian đến khi đáo hạn với lãi suất đến khi đáo hạn của trái phiếu tại một thời điểm nhất định. Thông thường, đường cong lãi suất chuẩn được xây dựng cho các trái phiếu là trái phiếu chính phủ hoặc các trái phiếu của các công ty có uy tín. Các trái phiếu này được coi là có mức độ rủi ro thấp hoặc bằng không. Do đó, các mức lãi suất của các trái phiếu này được sử dụng làm lãi suất chuẩn (bench mark) cho các trái phiếu khác. Phần chênh lệch giữa lãi suất chuẩn và lãi suất của các trái phiếu khác phản ánh mức độ rủi ro của các trái phiếu đó, mức chênh lệch càng lớn thì trái phiếu đó càng rủi ro. Để xây dựng được đường cong lãi suất, cần phải hội tụ đủ các điều kiện nhất định. *Thứ nhất,* trái phiếu phải chuẩn hóa, nghĩa là phải có mức lãi suất coupon như nhau và các điều khoản phát hành giống nhau trong cùng một ngành. *Thứ hai,* giá trái phiếu phải sẵn có, yết giá hàng ngày. *Thứ ba,* với một ngày giao dịch bất kỳ, phải có các giao dịch của các trái phiếu với kỳ hạn khác nhau, đây là điều kiện quan trọng để có thể xây dựng được đường cong lãi suất.

Hiện tại, ở Việt nam chưa có đơn vị nào xây dựng đường cong lãi suất chuẩn. Ngân hàng ngoại thương đang phối hợp với Reuters và Trung tâm giao dịch chứng khoán để tìm cách xây dựng nhưng cho đến nay vẫn chưa thành công. Một trong những nguyên nhân cơ bản là hiện có quá nhiều loại trái phiếu giao dịch

trên thị trường (tính tới tháng 12/2007, riêng trái phiếu chính phủ có hơn 450 loại với kỳ hạn và ngày mãn hạn khác nhau) nên giao dịch bị phân tán. Bên cạnh đó, giao dịch repos và giao dịch mua đứt bán đoạn không bóc tách được nên lãi suất giao dịch không phản ánh chính xác lãi suất thị trường.

3. Các gợi ý chính sách

Nâng cao tính minh bạch và công bố thông tin trên thị trường chứng khoán

Đây là yêu cầu đầu tiên của một thị trường tài chính có hiệu quả cao. Trong thị trường này, tất cả các nhà đầu tư và các thành viên của thị trường đều nhận được đủ các thông tin như nhau. Thông tin liên quan tới vị thế tài chính của công ty phát hành sẽ được phản ánh chính xác và đầy đủ trong giá chứng khoán. Tại Việt Nam, tất cả các công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán đều phải định kỳ công bố ra công chúng các báo cáo tài chính của mình và tất cả phải được bên ngoài kiểm toán. Tuy nhiên, sự chính xác và đầy đủ của các báo cáo này đôi lúc cũng không đáng tin cậy. Thậm chí một số doanh nghiệp còn cố sử dụng những "nghệ thuật tô vẽ" cho một vài chỉ tiêu nhạy cảm nhằm giúp mình có một bộ mặt sáng sủa hơn. Những hành động này có thể khiến cho tính toán của các nhà đầu tư bị bóp méo. Do vậy, họ rất khó khăn để xác định giá trị thực của cổ phiếu hay trái phiếu.

Theo đó, một nhóm các qui định chặt chẽ về việc minh bạch và công khai tình hình tài chính sẽ được đưa ra để giúp các nhà đầu tư thuận lợi hơn trong việc đưa ra quyết định. Tất cả các thông tin và dữ liệu được công bố ra công chúng, đặc biệt là các thông tin liên quan tới những thay đổi về quản lý và khả năng thanh toán của doanh nghiệp sẽ được kiểm toán và giám sát bởi các cơ quan có thẩm quyền. Tất cả các báo cáo tài chính do các công ty được niêm yết cung cấp trước tiên phải tuân theo các chuẩn mực kế toán Việt Nam, sau đó là các chuẩn mực quốc tế. Đề nghị này sẽ giúp các doanh nghiệp dễ dàng hơn trong việc phát hành chứng khoán hay niêm yết trong thị trường khu vực và quốc tế.

Tách biệt giao dịch trái phiếu và giao dịch cổ phiếu

Tính chất của giao dịch trái phiếu khác với giao dịch cổ phiếu. Phương thức giao dịch trái phiếu thường là thỏa thuận trực tiếp chứ không phải khớp lệnh. Người sử dụng hệ thống thường là nhà đầu tư cuối cùng, do vậy, nhu cầu thỏa thuận trực tiếp là rất cao. Hệ thống thường pha trộn giữa hệ thống thỏa thuận với hệ thống tra cứu thông tin có kèm các công cụ phân tích. Nếu không đáp ứng được yêu cầu này thì thông thường hệ thống sẽ không phát huy hiệu quả. Giao dịch nếu có chỉ là báo cáo giao dịch toàn bộ chứ không cung cấp đầy đủ các bước

của giao dịch như phân tích, ra quyết định đầu tư, thỏa thuận ra bên ngoài.

Sự pha trộn giữa giao dịch trái phiếu và giao dịch cổ phiếu như ở Việt Nam hiện nay sẽ cản trở sự phát triển của giao dịch trái phiếu, làm giảm tính thanh khoản của thị trường. Ủy ban chứng khoán nhà nước (SSC) còn đặt ra lộ trình nhằm tách biệt hai thị trường này và chọn ra phương thức mua bán phù hợp nhất: (i) từ nay tới 2010: ứng dụng hệ thống giao dịch đa định chế: chỉ gồm các nhà kinh doanh trái phiếu chuyên nghiệp làm chức năng môi giới và mua bán cho chính mình, các giao dịch được báo giá qua nhà môi giới (ii) từ 2010: ứng dụng hệ thống giao dịch liên định chế: cho phép các nhà đầu tư kết nối với nhiều nhà kinh doanh trái phiếu, cho phép xem tất cả các chào giá, nhà đầu tư được tự liên hệ với nhà kinh doanh có chào giá tốt nhất để thực hiện giao dịch[6].

Trên thực tế, đề nghị tách biệt giao dịch trái phiếu và cổ phiếu đã được chính phủ phê duyệt vào tháng 6 năm 2008. Tuy nhiên, HASTC vẫn chưa thể áp dụng hệ thống giao dịch này do cơ sở hạ tầng phức tạp và đòi hỏi chi phí cao. Bên cạnh đó, sự lên xuống hiện nay của chỉ số VN-Index sau 8 năm phát triển cũng khiến các nhà lãnh đạo băn khoăn và lo lắng. Không sớm thì muộn, việc tách biệt giao dịch trái phiếu cũng sẽ được thực hiện vì mục tiêu nâng cao tính thanh khoản của thị trường.

Đặc biệt khuyến khích phát triển các tổ chức xếp hạng tín dụng chuyên nghiệp

Trong mô hình thị trường tài chính hiệu quả cao, xếp hạng tín dụng sẽ là một tiêu chuẩn giúp các nhà đầu tư hay doanh nghiệp phát hành trong việc đánh giá rủi ro trái phiếu. Các nhà hoạch định chính sách nên hỗ trợ không chỉ các doanh nghiệp nhà nước, mà cả các công ty tư nhân thu thập và công bố các thông tín xếp hạng tín dụng doanh nghiệp hay xếp hạng trái phiếu. Hiện nay CIC có quyền thu thập các báo cáo tài chính của các khách hàng vay vốn do các ngân hàng cung cấp. Nhưng đôi khi các thông tin lại thiếu chính xác và lạc hậu. Sự tham gia của các tổ chức xếp hạng không phải nhà nước này sẽ giúp hoạt động cung cấp thông tin được khách quan và hiệu quả hơn. Một khi được tư nhân hóa, tất cả các thông tin trên thị trường sẽ là như nhau giữa các nhà đầu tư, hiện tượng thông tin không cân xứng và các giao dịch nội bộ sẽ giảm, tâm lý đầu tư được cải thiện và củng cố hơn.

Mô hình thành lập công ty định mức tín nhiệm khu vực có thể được áp dụng một cách linh hoạt ở Việt nam, trong bối cảnh nguồn nhân lực của Việt nam trong lĩnh vực này còn yếu và thiếu. Việc tận dụng công nghệ, và tri thức của các tổ

[6] Nguyễn Sơn, Trưởng ban phát triển thị trường, Hội thảo mở VDF, 12/2007.

chức định mức tín nhiệm khu vực và thế giới sẽ giúp các tổ chức định mức tín nhiệm của Việt nam nâng cao năng lực. Sự tham gia góp vốn của các tổ chức này được sự hậu thuẫn của các nhân tố sau, đó là: (i) sự phát triển mạnh mẽ của các hoạt động đầu tư gián tiếp nước ngoài trong vòng 5 đến 10 năm nữa ở Việt nam, (ii) uy tín của chính các tổ chức này ở thị trường tài chính đang phát triển như Việt nam. Để đảm bảo cho tổ chức này hoạt động hiệu quả, các nhà hoạch định chính sách cũng cần quan tâm đến các điều kiện sau: các cổ đông phải được khuyến khích hoạt động một cách độc lập và uy tín; cổ phần phải được quyền chuyển nhượng một cách rộng rãi và tỷ lệ nắm giữ tối đa là 5-10%, và sự cân bằng giữa tỷ lệ nắm giữ của các cổ đông lớn để tránh tình trạng thông tin nội gián hay vấn đề mâu thuẫn về quản trị. Khi đó, không chỉ cơ quan nhà nước, mà các công ty và ngân hàng và quỹ đầu tư đều có quyền tham gia góp vốn thành lập tổ chức định mức tín nhiệm.

Đẩy mạnh sự phát triển của các nhà tạo lập thị trường

Có thể nói rằng, tại Việt Nam, các ngân hàng thương mại hiện vẫn được xem là nhà tạo lập thị trường chính, bên cạnh các công ty bảo hiểm hay công ty chứng khoán. Trong thời kỳ tăng trưởng nóng của thị trường chứng khoán, các ứng viên này vẫn đang bận mải với các hoạt động môi giới hay tự doanh chứng khoán hay tư vấn phát hành trái phiếu đợt đầu cho các doanh nghiệp nhà nước. Họ vẫn chưa tìm thấy động lực để trở thành nhà tạo lập thị trường trái phiếu. Các văn bản pháp luật cần được ban hành nhằm khuyến khích các ứng viên này trở thành nhà tạo lập thị trường. Trong bối cảnh thị trường chứng khoán đang chìm sâu xuống đáy trong mấy tháng gần đây, việc thúc đẩy sự phát triển của thị trường trái phiếu đang "ngủ yên" càng trở nên cấp bách.

Ở một số thị trường khu vực, mô hình câu lạc bộ trái phiếu là một trong những lựa chọn của các nhà tạo lập thị trường. Thành viên của câu lạc bộ trái phiếu là các ngân hàng thương mại, các công ty bảo hiểm và các nhà đầu tư là các tổ chức khác. Họ sẽ được chia sẻ thông tin, kiến thức và kinh nghiệm về đầu tư trái phiếu. Họ cũng sẽ có lợi từ việc phát triển quan hệ cũng như có tiếng nói chung thống nhất trong việc bảo vệ quyền lợi của các thành viên khi phát sinh mâu thuẫn. Tại Việt Nam, câu lạc bộ trái phiếu chỉ mới được thành lập, dưới dạng diễn đàn không chính thức của các nhà đầu tư, chưa được bất kỳ cấp chính quyền nào thừa nhận. Phát triển mô hình này sẽ giúp thúc đẩy sự hình thành các nhà tạo lập thị trường chuyên biệt ở một thị trường trái phiếu mới như Việt Nam.

Đa dạng hóa các loại trái phiếu doanh nghiệp

Hiện tại, các trái phiếu doanh nghiệp được phát hành có 2 loại chính: (i) lãi suất cố định, trả lãi hàng năm (lãi suất coupon) và (ii) lãi suất thả nổi theo lãi suất

thị trường. Doanh nghiệp sẽ chọn một trong hai hình thức này, tuỳ theo diễn biến thực tế của nền kinh tế. Trong một nền kinh tế ổn định, doanh nghiệp nên phát hành trái phiếu có lãi suất cố định, mang lại một mức thu nhập ổn định cho các nhà đầu tư. Khi đó, cả lãi suất và giá trái phiếu đều gần như cố định, lợi nhuận của nhà đầu tư không ảnh hưởng nhiều đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Ngược lại, khi nền kinh tế phải đối mặt với nhiều biến động của các yếu tố kinh tế vĩ mô thì các nhà đầu tư lại thích lãi suất thả nổi theo lãi suất thị trường. Ví dụ, lạm phát cao dẫn tới giảm lãi suất thực, lãi suất danh nghĩa của trái phiếu sẽ thay đổi để bù vào thiệt hại do tác động tiêu cực của lạm phát cao gây nên.

Trong điều kiện nền kinh tế Việt nam đang hội nhập mạnh mẽ vào nền kinh tế thế giới, chịu tác động ngày càng nhiều của các biến động kinh tế vĩ mô từ nền kinh tế Mỹ hay các nước Châu Á, thì việc đảm bảo sự ổn định tương đối của giá trái phiếu là điều kiện quan trọng để thu hút các nhà đầu tư. Ví dụ, như việc phát hành trái phiếu có lãi suất đảm bảo bằng vàng, hay lãi suất thực được đảm bảo dương trong trường hợp lạm phát cao. Sự đảm bảo này sẽ củng cố thêm lòng tin của các nhà đầu tư.

Bên cạnh đó, để tăng tính hấp dẫn của trái phiếu, doanh nghiệp có thể lựa chọn phát hành trái phiếu có thể chuyển đổi thành cổ phiếu hay trái phiếu gắn với quyền mua (warrant) như trường hợp của Vinaconex phát hành trái phiếu gắn với quyền mua cổ phiếu của một công ty thành viên với mức giá ưu đãi. Thực tế, lãi suất của trái phiếu này không quá cao (chỉ 5%), nhưng quyền mua cổ phiếu ở mức giá bằng 1.5 lần mệnh giá sẽ làm giảm giá của trái phiếu.

Các doanh nghiệp cũng có thể phát hành trái phiếu có quyền chuyển đổi thành cổ phiếu sau một thời gian xác định với một tỷ lệ nhất định. Khi đó, cơ cấu vốn của doanh nghiệp sẽ chuyển đổi từ nợ sang vốn chủ sở hữu. Các trái chủ sẽ được chuyển đổi thành cổ đông, được quyền hưởng các thu nhập thặng dư của doanh nghiệp trong kinh doanh, điều mà trái chủ không có. Mặt khác, doanh nghiệp, doanh nghiệp sẽ không phải trả tiền vốn vay cho trái chủ bởi bây giờ họ đã trở thành cổ đông.

Khuyến khích sự tham gia các quỹ đầu tư đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp

Hiện tại, các quỹ đầu tư hay các quỹ tương hỗ ở Việt nam đã khá phát triển, với danh mục đầu tư cả trực tiếp và gián tiếp. Đây là một trong những thành viên tích cực của thị trường góp phần tăng tính thanh khoản của trái phiếu. Khác với các nhà tạo lập thị trường, các quỹ đầu tư sẽ tập hợp các nguồn vốn nhỏ lẻ từ nhiều nhà đầu tư không chuyên nghiệp, đầu tư vào danh mục các trái phiếu và cổ phiếu. Khi đó, một cách chuyên nghiệp và cơ hội tiếp cận thông tin đầy đủ hơn, các quỹ đầu tư sẽ thực hiện việc mua bán trái phiếu kiếm lời.

Theo một nghiên cứu năm 2006 của World Bank (World bank, 2006) ở các nước ASEAN+3, giá trị chứng khoán các quỹ đầu tư nắm giữ đến 40% đến 60% GDP, tiếp đó là đến các quỹ hưu trí (20% -30% GDP) và cuối cùng là các công ty bảo hiểm, khoảng từ 5% đến 10% GDP. So sánh với các quỹ đầu tư ở Việt nam thì con số này quả là con số "mơ ước". Có thể nói, chính sự tham gia tích cực của các quỹ đầu tư tương hỗ và hưu trí làm tăng tính thanh khoản cho thị trường chứng khoán nói chung và thị trường trái phiếu nói riêng.

Kết luận

Tóm lại, công cuộc công nghiệp hoá ở Việt Nam đã tạo nên sức ép về nhu cầu vốn lớn, do đó vai trò của thị trường trái phiếu doanh nghiệp là không thể phủ nhận. Tuy nhiên, thị trường trái phiếu ở Việt Nam vẫn chưa phát triển, mặc dù đây là kênh chủ yếu để huy động vốn dài hạn. Để khuyến khích thị trường này, cần quan tâm tới việc tiếp cận cả thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp. Việc đầu tiên phải làm liên quan tới các chính sách khuyến khích doanh nghiệp phát hành trái phiếu như chính sách lãi suất thả nổi, đa dạng hoá các loại trái phiếu, xác định chính xác chi phí vốn cũng như chi phí nợ và phát triển các tổ chức xếp hạng tín dụng. Tiếp theo đó là các chính sách đẩy mạnh sự phát triển của thị trường thứ cấp như xây dựng đường cong lãi suất, phát triển các nhà tạo lập thị trường, khuyến khích sự tham gia của các quĩ đầu tư làm tăng tính thanh khoản cho thị trường.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Phát triển nhà tạo lập thị trường trái phiếu ở Việt nam (2007) PGS.TS Trần Đăng Khâm
2. Phát triển thị tường giao dịch trái phiếu thứ cấp ở Việt nam (2007), Vũ Phúc Toàn
3. Báo cáo Tình hình phát hành trái phiếu doanh nghiệp (2007), Vụ chính sách, Bộ Tài chính
4. Quyết định 128/ QĐ-TTg ngày 2/8/2007 về Phát triển thị trường vốn ở Việt nam đến năm 2010 và tầm nhìn đến năm 2020.
5. Dự thảo Đề án thành lập thị trường trái phiếu Chính phủ chuyên biệt (8/2007), Ủy ban Chứng khoán nhà nước.
6. Peter S. Rose; 2003; *"Money and Capital Markets"*; 8th Edition; 2003
7. Vietnam Development Report (2007), Worldbank
8. Capital strucuture in Transition : The Transformation of Financial Strategies in China's Emerging Economy, (2004), Lisa A. Keister, Organisation Science Linthicum, Vol. 15, Iss. 2, p. 145-158
9. East Asian Finance, The Road to Robust Market, Worldbank, 2007
10. IMF Country Report, 2006
11. www.sssi.com; www.mof.gov.vn; www.sbv.gov.vn;

Nguồn tài chính trong nước và nước ngoài cho tăng trưởng ở Việt Nam

NHÀ XUẤT BẢN LAO ĐỘNG - XÃ HỘI
Số 36 - Ngõ Hòa Bình 4 - Minh Khai -
Quận Hai Bà Trưng - Hà Nội
ĐT: (04). 36246917 - 36246920 * Fax: (04). 36246915

- * * * -

Chịu trách nhiệm xuất bản
Hà Tất Thắng

Biên tập và sửa bản in:
Nguyễn Thị Phương
Thiết kế tại:
Công ty TNHH In Hoàng Minh

In 500 cuốn, khổ 16x24 cm,
Chấp nhận ĐKKHXB số: 1142 - 2008/CXB/05-406/LĐXH
In xong và nộp lưu chiểu Quý I 2009