

Hàn Quốc - bài học về thiết kế trình tự tự do hóa tài khoản vốn

TRẦN THỊ THÁI HÀ

Khác với một số nước chịu tác động của khủng hoảng tài chính Châu Á 1997, khủng hoảng tiền tệ của Hàn Quốc không có nguyên nhân từ các dòng chảy danh mục đầu tư ngắn hạn mang tính đầu cơ, mà là do sự từ chối quay vòng những khoản tín dụng ngắn hạn của nhiều người cho vay nước ngoài đối với các ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư Hàn Quốc. Nguyên nhân sâu hơn của tình trạng này là ở những khiếm khuyết của quá trình tự do hóa tài chính ở Hàn Quốc - trình tự sai, thiếu đồng bộ, giám sát kém - dẫn tới tích lũy thấp; đồng thời tính dễ tổn thương ở cả phía các định chế tài chính lẫn các công ty.

1. Trình tự không hợp lý của tự do hóa tài chính

Các định chế tài chính phi ngân hàng được nối lỏng kiểm soát sớm hơn so với hoạt động của các ngân hàng, lý do là các ngân hàng vẫn phải có trách nhiệm cho vay theo chỉ định tới một số đối tượng nhất định, vì thế chưa thể sớm xóa bỏ các mức sàn đối với lãi suất tiền gửi. Lãi suất ngân hàng bị kiểm soát chặt chẽ trong khi lãi suất trái phiếu công ty và lãi suất của các chứng khoán nợ ngắn hạn, chủ yếu là thương phiếu, (tức lãi suất phi ngân hàng) lại được hoàn toàn thả lỏng. Điều này đã khiến thương phiếu trở thành công cụ chủ yếu tài trợ cho hoạt động của công ty.

Các công cụ nợ ngắn hạn được tự do hóa sớm hơn các công cụ nợ dài hạn. Điều này thể hiện rõ nhất trong việc nối lỏng các quy định về kinh doanh tín thác của ngân hàng. Từ năm 1993, các quỹ tín thác được phép đầu tư vào thương phiếu, giảm nhẹ những đòi hỏi trước đây rằng chúng hoặc phải

được đầu tư vào các chứng khoán dài hạn hoặc phải được cho vay tới các hãng. Đồng thời, tỷ trọng tối đa các khoản đầu tư chứng khoán được cho phép trong tổng danh mục tài sản đã tăng từ 40% lên 60% trong các tài khoản tín thác. Từ đó về sau, tỷ trọng trái phiếu công ty, thương phiếu và những chứng khoán khác trong các quỹ tín thác tăng lên nhanh chóng (bảng 2), từ 47% năm 1991 lên 65% năm 1997, chủ yếu phản ánh sự tăng lên nhanh chóng trong nắm giữ thương phiếu. Đa số những người gửi tiền đã không phân biệt giữa một tài khoản tiền gửi có thời hạn và một tài khoản tín thác do cùng một ngân hàng cung cấp, và dễ dàng chuyển dịch giữa hai tài khoản này theo những khác biệt về lợi suất. (Không có một ngân hàng Hàn Quốc nào từng phá sản, và những người gửi tiền cho rằng cả hai công cụ này đều có rủi ro thực chất bằng 0). Kết quả là tiền của những người gửi đó đang được sử dụng để tài trợ cho những khoản đầu tư rủi ro dài hạn của các công ty thông qua việc mua thương phiếu ngắn hạn của họ.

Số lượng các định chế tài chính tham gia các hoạt động được ghi bằng ngoại tệ tăng vọt do có 24 công ty tài chính được chuyển đổi thành các công ty ngân hàng đầu tư (merchant banking companies) trong thời gian năm 1994 đến năm 1996. Những định chế tài chính phi ngân hàng này vay ngắn hạn rất mạnh nhưng đầu tư vào những tài sản dài hạn là chủ yếu; tạo ra những vênh ghép (mismatching) thời hạn giữa các khoản nợ nước ngoài và tài sản.

Trần Thị Thái Hà, PGS.TS, Khoa Kinh tế - ĐHQGHN.

Việc mở cửa tài khoản vốn được thực hiện từng bước, với ba biện pháp trọng tâm là: (a) nới lỏng mức trần của việc mua cổ phiếu nội địa của người nước ngoài; (b) nới lỏng những hạn chế về việc vay ngắn hạn liên quan tới thương mại; và (c) nới lỏng kiểm soát đối với việc phát hành chứng khoán của các công ty Hàn Quốc trên thị trường vốn nước ngoài và đối với việc đi vay ở nước ngoài của các ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư. Những biện pháp nới lỏng kiểm soát này đã không đi kèm theo những biện pháp phòng ngừa giám sát thỏa đáng, để lại những hậu quả nghiêm trọng.

2. Khuôn khổ giám sát phòng ngừa yếu

Sự phân mảng trong hoạt động giám sát.
 Trong khi trách nhiệm giám sát các tài khoản tổng hợp của ngân hàng được giao cho Cơ quan Giám sát Ngân hàng (OBS) dưới sự bảo hộ của Ngân hàng Trung ương (BOK), thì trách nhiệm giám sát các tài khoản tín thác trong các ngân hàng và trong

đa số các định chế tài chính phi ngân hàng lại được giao cho Bộ Tài chính và Kinh tế (MOFE). Văn phòng Kiểm toán của MOFE thiếu nhân viên và những hiểu biết chuyên môn để thực hiện vai trò theo dõi và giám sát đầy đủ đối với những tài khoản tín thác trong các ngân hàng và định chế tài chính phi ngân hàng. OBS và MOFE cũng thất bại trong chia sẻ thông tin chặt chẽ hoặc trong việc hợp tác cùng giám sát. Các ngân hàng cũng tận dụng một khe hở nghiêm trọng trong các quy chế phòng ngừa hạn chế việc cho vay của một ngân hàng tới những người vay cá nhân, ở chỗ các mức trần chỉ áp dụng cho những khoản vay từ tài khoản tổng hợp của các ngân hàng chứ không áp dụng cho những khoản vay từ tài khoản tín thác, và không áp dụng cho thương phiếu hay các trái phiếu công ty được nắm giữ bởi các tài khoản tín thác của các ngân hàng, ngay cả khi tiền được cùng một ngân hàng cho vay tới cùng một công ty.

BẢNG 1: Nợ của ngân hàng

Ngàn tỷ won (%)	Tiền gửi		CDs - Chứng chỉ tiền gửi	Quỹ tín thác	Vay nước ngoài
	Dài hạn	Ngắn hạn			
1990	56,77 (29,3)	27,29 (14,1)	6,80 (3,5)	29,18 (15,1)	7,3 (3,8)
1991	65,29 (28,3)	33,22 (14,4)	9,94 (4,3)	36,62 (15,9)	10,52 (4,6)
1992	69,55 (25,2)	37,69 (13,6)	11,94 (4,3)	53,02 (19,2)	11,57 (4,2)
1993	71,21 (21,7)	44,25 (13,6)	16,5 (5,0)	71,32 (21,7)	11,79 (3,6)
1994	80,79 (20,4)	54,4 (13,7)	21,41 (5,4)	93,42 (23,5)	16,76 (4,2)
1995	91,50 (18,3)	62,63 (12,5)	31,17 (6,2)	124,89 (24,9)	24,51 (4,9)
1996	102,85 (17,5)	78,88 (13,4)	25,5 (4,3)	151,09 (25,7)	36,67 (6,2)
Tỷ lệ tăng trưởng 1990-1996 (%)	9,9	17,7	22,0	27,4	26,9

Chí thích: Con số trong ngoặc là tỷ lệ phần trăm.

Nguồn: Bank of Korea, Bản tin tháng, nhiều số.

BẢNG 2: Tỷ lệ nắm giữ chứng khoán trong tài sản của ngân hàng

Năm	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Tài khoản NH (ngàn tỷ won)	16,75	18,69	23,12	30,53	41,38	51,07	71,93
(%)	(12,2)	(12,3)	(13,9)	(15,2)	(15,9)	(16,4)	(17,1)
Tk Quỹ tín thác (ngàn tỷ won)	14,98	21,69	40,55	8,67	87,92	105,98	124,52
(%)	(46,9)	(46,8)	(59,8)	(61,2)	(64,0)	(65,2)	(66,2)

Nguồn: Số liệu thống kê về Quản trị ngân hàng, Cơ quan giám sát ngân hàng (nhiều số)

Các ngân hàng đã rất vui mừng mở rộng việc cho vay hoặc mua thương phiếu thông qua tài khoản tín thác, bởi cách làm đó khiến họ có thể nhận được một mức sinh lợi cao hơn là cho vay qua các tài khoản ngân hàng (vì lãi suất trên các tài khoản ngân hàng vẫn bị kiểm soát). Những người gửi tiền thì vui mừng chuyển tiền gửi của họ từ các tài khoản ngân hàng sang các tài khoản tín thác bởi ở đây họ có được một mức lãi suất cao hơn. Cơ quan tiền tệ cũng vui mừng vì họ có thể đáp ứng mục tiêu tổng cung tiền (M2) mà không làm nản lòng việc đầu tư của công ty hay giảm nhẹ việc đạt được tăng trưởng kinh tế nhanh. Giờ đây các công ty có thể dễ dàng tài trợ việc mở rộng đầu tư của họ bằng cách phát hành các thương phiếu, do có nhu cầu lớn về công cụ này và do chúng không phải chịu những đòi hỏi rắc rối về giám sát. Các hãng dễ dàng đáp ứng

những tiêu chuẩn về xếp hạng tín nhiệm để phát hành thương phiếu, và sự theo dõi những dự án đầu tư gắn với phát hành đó khá lỏng lẻo.

Chất lượng của xếp hạng tín nhiệm. Trên thực tế, một phân tích báo cáo xếp hạng tín nhiệm thực hiện bởi hai tổ chức xếp hạng tín nhiệm ở Hàn Quốc đã cho thấy thực tế rằng những đánh giá tín nhiệm của họ đối với các công ty rất thiếu độ tin cậy và tính chuyên môn. Điều tra những hồ sơ xếp hạng tín nhiệm của bốn mươi công ty phá sản năm 1997, người ta phát hiện ra rằng các tổ chức xếp hạng tín nhiệm Hàn Quốc cực kỳ lỏng lẻo và không đáng tin cậy nếu so với những người đồng nhiệm của họ trong những nền kinh tế phát triển hơn. Bảng 3 so sánh phân phối các mức xếp hạng bởi các tổ chức Hàn Quốc với phân phối của công ty Mỹ, Standard & Poors.

BẢNG 3: Xếp hạng tín dụng: các hãng Hàn Quốc và S&P

Năm	Bình quân của các hãng Hàn Quốc			Standard & Poors (U.S)	
	1997	1996	1995		1995
A1	8,4%	8,2%	6,4%	AAA	1,2%
A2	17,9%	22,0%	21,1%	AA	5,4%
A3	31,1%	33,8%	32,5%	A	16,2%
B	40,6%	35,9%	40,0%	BBB	19,5%
C	0,4%	0,2%	0	BB	26,1%
D	1,3%	0	0	B	28,6%
Không hành động	0,3%	0	0	CCC	1,1%

Nguồn: Dịch vụ Thông tin Hàn Quốc.

Trong khi những xếp hạng từ A1 tới A3 chiếm khoảng 65% ở Hàn Quốc, thì những xếp hạng tương đương từ AAA tới A chỉ chiếm 22% ở Mỹ. Xếp hạng tối thiểu để được phép phát hành thương phiếu ở Hàn Quốc là B. 98% các công ty Hàn Quốc nhận được xếp hạng B hoặc cao hơn trong năm 1997, trong khi đó chỉ có 42% các công ty của Mỹ nhận được BBB (xếp hạng tương đương) hoặc cao hơn. AAA, xếp hạng cao nhất cho các chứng khoán chỉ chiếm 1,2% tổng số các công ty niêm yết ở Mỹ, trong khi A1 chiếm khoảng 8% ở Hàn Quốc năm 1997. Theo dõi xếp hạng trong khoảng thời gian từ năm 1991 và năm 1997 đối với 40 công ty đã phá sản trong thời kỳ năm 1997-1998, thì thấy trong thời gian này, hầu như không có thay đổi nào trong các mức xếp hạng và không có sự khác biệt nào giữa hai tổ chức xếp hạng. Thậm chí trong năm 1997, năm của khó khăn tài chính lớn nhất, cũng chỉ có hai điều chỉnh trong xếp hạng của những hãng này.

Chuẩn mực quản trị rủi ro thấp hơn nhiều so với chuẩn mực quốc tế. Ở Hàn Quốc, vấn đề vốn hóa không đủ mức của các ngân hàng vừa không được nhận biết đầy đủ, vừa không được xử lý hợp lý trước khủng hoảng. Đòi hỏi về đủ vốn của Ngân hàng Thanh toán quốc tế (BIS) được áp dụng cho tất cả các ngân hàng thương mại vào năm 1992. Các ngân hàng bị yêu cầu phải đáp ứng hệ số tối thiểu 7,25% vào cuối năm 1993 và đủ 8% vào cuối năm 1995. Dường như các ngân hàng không gặp bất kỳ khó khăn nào trong việc thỏa mãn hệ số của BIS; hệ số BIS của 16 ngân hàng thương mại trong cả nước xoay quanh mức trung bình là 9%. Thậm chí đến cuối năm 1997, ngay sau khi khủng hoảng xảy ra, con số vẫn là 8,67%. Hơn nữa 5 ngân hàng không có khả năng tồn tại mà bị Ủy ban Giám sát tài chính (FSC) đóng cửa vào tháng 6 năm 1998 được báo

cáo là có các hệ số BIS từ 7,4% tới 9,6% vào cuối năm 1997.

Tuy nhiên các hệ số được báo cáo đã không phản ánh chính xác thực trạng tính lành mạnh của các ngân hàng vì nhiều lý do. Quan trọng hơn là các chuẩn mực của Hàn Quốc về quản trị rủi ro thấp hơn nhiều so với các chuẩn mực toàn cầu. Dự phòng mất khoản vay không thỏa đáng, thừa nhận một phần những mất mát trong đánh giá lại dự trữ, và những chuẩn mực phân loại khoản vay và các quy tắc kế toán lỏng lẻo đã dẫn tới sự khác biệt giữa những con số chính thức và thực trạng sức khỏe của ngân hàng.

Mặc dù các ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư đang nhanh chóng tích lũy những tài sản dài hạn bằng ngoại tệ được tài trợ bởi các nguồn vốn ngắn hạn, mãi tới tháng 6-1997, Cơ quan giám sát ngân hàng mới đưa ra một cách muợn màng một tỷ lệ thanh khoản: trong khi Bộ Tài chính và Kinh tế, cơ quan giám sát các ngân hàng đầu tư, đã không thiết lập bất kỳ một biện pháp nào để xử lý vấn đề, cho tới khi khủng hoảng bùng nổ. Hạn chế duy nhất được áp đặt lên việc vay mượn nước ngoài của các ngân hàng là một mức sàn 60% cho tỷ lệ nợ dài hạn và một mức trần cho trạng thái ngoại hối mở rộng.

Khi các ngân hàng đầu tư, vốn không có kinh nghiệm, đi vay mạnh từ nước ngoài với thời hạn ngắn, cạnh tranh trong hoạt động kinh doanh cho vay ngoại tệ trên thị trường nội địa trở nên gay gắt. Để duy trì tính cạnh tranh trong hoạt động kinh doanh cho vay ngoại tệ, các ngân hàng thương mại đã vận động hành lang mạnh để các cơ quan chức năng hạ thấp mức sàn đối với các món nợ dài hạn. Vào năm 1994, tỷ lệ này được giảm từ 60% xuống 40%. Kết quả là không chỉ nợ nước ngoài tăng lên nhanh chóng, mà cấu trúc của nó cũng nghiêng mạnh hơn về ngắn hạn từ năm 1994 trở đi.

BẢNG 4: Tỷ lệ khe hở vênh ghép của 7 ngân hàng lớn nhất (%), 3-1997

NH A	NH B	NH C	NH D	NH E	NH F	NH G	biên quân
21,9	27,5	22,4	23,3	20,2	16,8	11,3	20,3

Nguồn: Shin và Hahm 1998.

BẢNG 5: Hệ số thanh khoản của 10 ngân hàng lớn nhất: phân phối

Số lượng ngân hàng				
Trong khoảng năm	1995	1996	3/1997	9/1997
80%-90%	1	3	2	2
70%-80%	2	2	1	1
60%-70%	4	2	4	5
Dưới 60%	3	3	3	2
Hệ số biên quân (%)	59,9	61,7	62,0	63,2

Nguồn: Shin và Hahm 1998.

Rủi ro thanh khoản ngoại tệ đã tăng mạnh trong hệ thống, chủ yếu là do sai lệch ghép thời hạn. Khe hở sai lệch ghép một tháng và hệ số thanh khoản ba tháng đều xấu đi như thể hiện trong các bảng 4 và 5. Mỗi trong số 7 ngân hàng lớn nhất này đều vi phạm chuẩn mực mới được đề nghị bởi Cơ quan giám sát Hàn Quốc cho khe hở sai lệch ghép, cụ thể là 10%; trên thực tế, chỉ trừ 2 ngân hàng, còn lại đều có các hệ số lớn hơn 20%. Tương tự, trong năm 1997, đa số các ngân hàng đều có các hệ số thanh khoản dưới 80%, thấp hơn nhiều so với mục tiêu 100% do Cơ quan giám sát công bố năm 1998.

Như vậy, trong trạng thái nợ nước ngoài cũng như trong cấu trúc nợ trong nước, hệ thống tài chính Hàn Quốc đã chuyển động tới ngắn hạn theo một con đường mà đã làm cho nền kinh tế ngày càng dễ tổn thương trước một cuộc khủng hoảng tài chính và tiền tệ.

3. Tác động của tự do hóa tới cấu trúc tài chính công ty

Tự do hóa tài chính và những thay đổi theo sau nó trong cấu trúc của thị trường

tài chính có một tác động đáng kể lên cấu trúc tài chính của khu vực công ty phi tài chính. Khi thị trường vốn được mở cửa, các hãng trong nước có thể vay nước ngoài dễ dàng hơn. Tuy nhiên, chủ yếu là 5 *chaebol* lớn nhất đã thiết lập được danh tiếng của họ trên thị trường quốc tế mới có thể tận dụng được nổi lòng kiểm soát áp dụng cho việc phát hành trái phiếu và cổ phiếu ở thị trường vốn nước ngoài. Những *chaebol* nhỏ hơn (từ *chaebol* lớn thứ 6 cho tới thứ 13) và những tập đoàn khác cũng có thể vay dễ dàng hơn từ nước ngoài, nhưng họ chỉ vay chủ yếu thông qua sự trung gian của các ngân hàng thương mại hay các ngân hàng đầu tư (merchant bank), bởi họ chưa có uy tín hình thành vững chắc trên thị trường quốc tế. Kết quả là từ năm 1993 - 1994, 5 *chaebol* lớn nhất đã tăng vay mượn nước ngoài bằng cách phát hành các trái phiếu dài hạn có thể chuyển đổi và nhờ đó có thể nâng cao được cấu trúc thời hạn của các khoản nợ của họ. Do các khoản vay nước ngoài rẻ hơn tín dụng trong nước, chi phí nợ biên quân của những *chaebol* cũng giảm đi cùng với nổi lòng kiểm soát các tài khoản vốn.

BẢNG 6: Sáu tập đoàn phá sản năm 1997

Tên tập đoàn	Hambo	Sammi	Jinro	KIA	Haitai	New-core
Ngày vỡ nợ	23/1	19/3	21/4	15/7	1/11	4/11
Xếp hạng quy mô	14	25	19	8	24	28

Trong khi 5 *chaebol* lớn nhất nâng cao mức độ dựa vào thị trường vốn quốc tế để đáp ứng nhu cầu huy động vốn của họ, thì các định chế tài chính trong nước cố gắng lấp đầy chân không bằng cách tìm kiếm những khách hàng thuộc lớp thứ hai, chủ yếu là những *chaebol* nhỏ hơn. Với tính sẵn có tăng lên của quỹ tiền trong các thị trường tài chính nội địa, những *chaebol* nhỏ hơn này đã mở rộng đầu tư mạnh mẽ. Song điều này được tài trợ chủ yếu trong ngắn hạn, khiến cho cấu trúc tài chính của những *chaebol* nhỏ hơn này bị xấu đi. Khi sản phẩm và doanh số của họ không thể tạo ra được dòng tiền đủ để làm dịch vụ nợ, họ nhanh chóng trở nên mất khả năng thanh toán.

Các hãng được phân loại thành ba nhóm. Nhóm I: những hãng thuộc về 5 *chaebol* lớn nhất. Nhóm II: những hãng thuộc về các *chaebol* lớn từ thứ 6 tới thứ 13. Nhóm III: là những hãng không phải các *chaebol*. Chính sự phá sản của những *chaebol* trong Nhóm II đã làm bùng nổ cuộc khủng hoảng năm 1997.

• *Hệ số nợ*. Đòn bẩy nợ trung bình của khu vực công ty tăng nhẹ trong những năm 1990; hệ số nợ/tài sản bình quân tăng từ 68% năm 1990 lên 72% năm 1996. Hệ số nợ của Nhóm I ổn định quanh mức 75% nhưng với những nhóm còn lại thì hệ số nợ tăng từ sau năm 1993, Nhóm II tăng từ 74,8% năm 1990 lên 77,8% năm 1996, trong khi Nhóm I đã có hệ số nợ dưới 70%. Từ năm 1994, Nhóm I đã chuyển từ dựa vào nợ trong nước sang dựa vào nợ nước ngoài, trong khi đó sự gia tăng trong nợ của hai nhóm kia chủ yếu là từ những nguồn trong nước.

• *Cấu trúc thời hạn của nợ*. Tận dụng cơ hội mới được đưa vào để huy động vốn dài hạn từ thị trường nước ngoài, Nhóm I đã tăng thời hạn của cấu trúc nợ của họ, song

với các hãng khác thì ngược lại - đó là những hãng phải dựa vào thị trường tài chính trong nước do thị trường này đã được định hướng vào ngắn hạn hơn. Đây là một hậu quả có thể dự đoán được của trình tự tự do hóa như đã đề cập ở phần trước.

• *Chi phí vay*. Lãi suất trên thị trường nội địa đã tăng lên trong khoảng thời gian năm 1994 - 1995, song dường như chỉ riêng Nhóm II mới có sự gia tăng chi phí bình quân của đi vay. Nhóm I thực sự đã giảm đáng kể chi phí bình quân của việc đi vay trong thời gian năm 1993 - 1996, vì họ có thể dựa vào các nguồn vốn nước ngoài với lãi suất thấp hơn nhiều. Chi phí vay trung bình của Nhóm III vẫn ổn định hoặc giảm nhẹ, bởi họ có đặc quyền tiếp cận tới các khoản vay ngân hàng do chính phủ có Chính sách tăng cho vay ngân hàng tới các hãng quy mô vừa và nhỏ.

• *Năng lực dịch vụ nợ*. Năng lực dịch vụ nợ gắn chặt với chu kỳ kinh doanh trong nước. Khi suy thoái bắt đầu vào cuối năm 1995, năng lực dịch vụ nợ giảm sút nhanh chóng và thấp nhất là Nhóm II, nhóm có năng lực gần như không cải thiện chút nào ngay cả trong thời kỳ tăng trưởng nhanh từ năm 1993 - 1995, do việc vay quá nhiều trên thị trường nội địa chi phí cao. Gánh nặng này nhanh chóng khiến cho nhiều hãng thuộc nhóm này trở thành mất khả năng thanh toán trong thời kỳ suy thoái.

Năng lực dịch vụ nợ của Nhóm I cũng xấu đi từ năm 1996: ở đây một trong những nguyên nhân chính là sự sụt giảm giá cả quốc tế của các chất bán dẫn vốn là mặt hàng xuất khẩu chính của 5 *chaebol* lớn nhất. Hơn nữa, với sự giảm sút giá quốc tế của thép và các sản phẩm hóa dầu, các điều kiện thương mại xấu đi rõ rệt trong năm 1996 mà cùng

với cuộc suy thoái trong nước đã ảnh hưởng xấu tới dòng tiền của các hãng nội địa.

4. Những bài học rút ra từ tự do hóa tài chính ở Hàn Quốc

Thứ nhất, các công cụ tài chính dài hạn phải tự do hóa trước các công cụ ngắn hạn để tránh một sự mở rộng nhanh của tài trợ ngắn hạn và một sự xấu đi trong cấu trúc tài chính của các công ty.

Thứ hai, các ngân hàng phải được đối xử bình đẳng với khu vực tài chính phi ngân hàng. Các chương trình cho vay chính sách của Chính phủ mà ảnh hưởng tới các ngân hàng cần bị xóa bỏ, và kiểm soát tiền tệ gián tiếp hay những phương pháp rành mạch hơn của chính sách tiền tệ phải được phát triển thỏa đáng để cho phép thực hiện được một quá trình tự do hóa nhất quán và cân bằng đối với hệ thống ngân hàng. Nếu không như thế, tự do hóa có thể gây ra một sự mở rộng nhanh chóng của thị trường tài trợ ngắn hạn, bị chi phối bởi các định chế phi ngân hàng. Do các định chế tài chính phi ngân hàng trong các nước đang phát triển thường có ít kinh nghiệm và ít chú ý tới rủi ro và giám sát công ty, một sự chuyển nhanh sang các định chế này có thể có những hậu quả bất lợi đối với các chức năng đánh giá rủi ro và quản trị công ty của thị trường tài chính.

Thứ ba, nếu không có sự phát triển phù hợp năng lực đánh giá tín nhiệm trên thị trường và sự giám sát thỏa đáng về phía các cơ quan chức năng, thì tự do hóa thị trường chứng khoán ngắn hạn có thể dẫn tới một sự gia tăng tổng thể trong rủi ro và khả năng bị tổn thương của các thị trường tài chính nói chung.

Thứ tư, sự phát triển hữu hiệu của cơ sở hạ tầng cần thiết để hỗ trợ một thị trường tài chính tự do hóa vận hành một cách hiệu quả đòi hỏi sự phát triển song song của khuôn khổ quản lý trên một mặt trận rộng hơn, bao gồm các quy tắc đối với giao dịch công bằng, công khai, bảo lãnh chéo, các thông lệ kế toán và kiểm toán. v.v...

Cuối cùng là tính khả thi của việc phi kiểm soát hóa hoàn toàn đối với một hệ thống

tài chính nội địa, mà trong đó tỷ lệ nợ của công ty đã lên tới mức quá cao. Những tỷ lệ nợ cao trong khu vực công ty sẽ khiến cho một nền kinh tế cực kỳ dễ bị tổn thương trước những cú sốc bên ngoài, và hạn chế năng lực của các cơ quan chức năng trong việc xã hội hóa rủi ro (bằng cách giảm lãi suất, bảo đảm các khoản vay ưu đãi cho các công ty đang có khó khăn,...). Tương tự, ở những nơi như Hàn Quốc chẳng hạn, mà hệ số nợ bình quân của công ty là trên 300%, với các hãng lớn tới hơn 600%, thì có lẽ chờ đợi những quy định về phòng ngừa luôn luôn được thực thi một cách nghiêm ngặt sẽ là quá ảo tưởng. Lo sợ việc giảm bớt các khoản vay tới những công ty như thế có thể làm nổ ra một chuỗi phá sản, các nhà quản lý sẽ do dự thực hiện những hành động quyết liệt ngay cả khi họ thấy các ngân hàng cho vay tới những hãng đã có tỷ lệ nợ quá cao. Chỉ khi nào tỷ lệ nợ bình quân trong nền kinh tế giảm xuống tới 200% hoặc thấp hơn nữa thì những điều kiện bình thường cho việc giám sát và đánh giá rủi ro tín dụng mới có thể nói là có được một cách phổ biến. Để giúp làm dễ dàng việc giảm bớt tỷ lệ nợ của công ty, cần phải tiến hành các bước phát triển nhanh chóng thị trường vốn chủ sở hữu./

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Akira Ariyoshi, Karl Habermeier, Bernard Laurens, Inci Otker-Robe, Jorge Ivasn Canales-Kriljenko, and Andre Kirilenko; *Country experiences with the use and liberalization of capital controls*.
2. Barry Eichengreen and Michael Mussa (et al) *Capital Account Liberalization - Theoretical and Practical Aspects - IMFF 1998*.
3. Gerard Caprio, Patrick Honohan, and Joseph E. Stiglitz; *Financial Liberalization - How far, how fast*.
4. Jeffrey A. Frankel; Chudozie Okongwu; University of California, Berkeley; *Liberalized portfolio Capital Inflows in Emerging Markets: Sterilization, Expectations, and the Incompleteness off Interest Rate Convergence*.
5. R. Barry Johnston; *Sequencing Capital Account Liberalizations and Financial Sector Reform*. 7-1998
6. Rudiger Dornbusch and Yung Chul Park (edited); *Financial Opening - Policy Lessons for Korea; Korea Institute of Finance; International Center for Economic Growth*.
7. Soyoung Kim; Sunghyun H. Kim; Yunjong Wang; *Capital Account Liberalization and Macroeconomic performance: The Case of Korea*.