

Chương 2

ÁP CHẾ TÀI CHÍNH VÀ PHÁT TRIỂN TÀI CHÍNH

Câu hỏi:

Các thị trường tài chính mới nổi vươn lên từ đâu?

Có gì sai khi doanh nghiệp và chính phủ liên kết với nhau quá chặt chẽ?

Thị trường tài chính tư nhân có những vai trò chủ chốt gì?

Tại sao chính phủ nhiều nước chi phối và kiểm soát các hệ thống tài chính của họ?

“Áp chế tài chính” là gì, những chính sách nào gây ra ức chế tài chính, và làm thế nào đo lường tình trạng này?

Áp chế tài chính có ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế không?

Giới thiệu

“Mới nổi” là một từ kỳ lạ. Nó cho thấy rằng cho mãi cho tới gần đây, các quốc gia đang phát triển vẫn còn ẩn mình trong bóng tối, hay chưa được biết đến. Thế nhưng hầu hết các nước đang phát triển đều đã tồn tại từ lâu. Vậy thì ý nghĩa của từ này là gì? Câu trả lời khả dĩ nhất là nó bao hàm sự xa rời dần các thị trường nhà nước và hướng tới các thị trường tư nhân, một xu hướng của toàn thể nền kinh tế thế giới trong thập niên 90. Nói cụ thể ra, các thị trường tài chính gần như khắp mọi nơi đều cần thoát khỏi sự thống lĩnh của chính phủ.

Hầu hết mọi người không nhận ra rằng chính phủ nhiều nước đang phát triển tích cực kiểm soát các hệ thống tài chính của họ. Có lẽ người ta thậm chí còn ngạc nhiên hơn khi biết rằng nhiều nhà kinh tế học đã có thời lập luận rằng điều này không có hại, hay điều này thật ra còn có ích cho sự phát triển. Trong chương này, chúng ta sẽ tìm hiểu những vai trò khác nhau mà một hệ thống tài chính có thể có và xem thử những vai trò này tương tác với vai trò tiến hoá của chính phủ như thế nào.

Chúng ta cần tìm hiểu tình hình tài chính trước khi có những thay đổi trong những năm gần đây nhằm thấy được bản chất, tầm vóc, và ý nghĩa của sự phát triển tài chính đã diễn ra. Nhưng vì câu chuyện liên quan đến mối quan hệ giữa chính phủ các nước với các thị trường, và giữa chính phủ các nước với các nền kinh tế nói chung, chúng ta sẽ mạo hiểm bước vào lĩnh vực kinh tế chính trị. Về mặt cơ bản, cho dù đây không phải là một quyển sách về chính trị, nhưng chúng ta sẽ không thể hiểu được các thị trường tài chính mới nổi nếu không thấu hiểu bối cảnh chính trị.

Nếu sự trỗi dậy hay sự vươn lên của các thị trường tài chính là sự chuyển dịch xa rời các hệ thống tài chính do nhà nước thống lĩnh, thì nó được nhận biết tốt nhất như một phần của sự chuyển dịch lịch sử xa rời nền chính trị độc đoán nói chung. Ba trăm năm trước đây, gần như ở mọi nơi, chính phủ đều có tính chất độc đoán: Các quốc vương cai trị đất nước bằng một bàn tay cứng rắn và thường mang tính tùy tiện. Tuy nhiên, ngày nay, nền dân chủ là chuẩn mực. Cho dù nền dân chủ bầu cử chưa phải phổ biến toàn cầu, nhưng xu hướng tiến tới sự dân chủ thật mạnh mẽ và rõ ràng. Ngay cả chính phủ ở những nước vẫn còn chuyên quyền cũng sử dụng những cụm từ như “cộng hoà dân chủ” để mô tả chính họ. Cho dù họ không quan tâm đến nền dân chủ thật

sự, nỗ lực khoác lên mình cụm từ này chẳng qua chỉ là sự nhân nhượng rằng “dân chủ”, theo một định nghĩa nào đó, thật sự là tiêu chuẩn mà các quốc gia khao khát.

Xu hướng tiến tới nền dân chủ chính trị gắn liền với ý tưởng về những thị trường tư nhân tự do, vì cả hai đều liên quan đến việc để cho những người công dân bình thường thực hiện những quyết định ảnh hưởng đến phúc lợi của mọi người. Chắc chắn người ta vẫn có thể tự do hoá nền kinh tế mà không cần phải tạo ra một nền dân chủ chính trị trước tiên - thật vậy, đây chính là đường lối của Hàn Quốc và Đài Loan, cả hai đều là những trường hợp hết sức thành công về phát triển kinh tế - nhưng theo thời gian, tăng trưởng kinh tế mang lại áp lực buộc phải tự do hoá về mặt chính trị, và cả hai đất nước này hiện đều là những nền dân chủ hoàn toàn. Vì thế dân chủ chính trị và kinh tế thị trường tuy có thể tách rời, nhưng chúng có xu hướng hội tụ trong dài hạn. Tự do hoá một nền kinh tế đòi hỏi chính phủ phải có một quan điểm mới về vai trò của họ, và những chính phủ chuyên quyền sẽ không thấy dễ dàng làm được điều đó. Như vậy, hai khái niệm này có quan hệ chặt chẽ với nhau, và chúng ta cần tìm hiểu ý nghĩa khái quát của tự do hoá chính trị trước khi chuyển sang thảo luận về thị trường.

Lúc nào ta cũng nên lưu ý rằng dân chủ hoá và tự do hoá tài chính là những quá trình lâu dài, chứ không phải những thay đổi ngay một lúc. Những người từng được hưởng quyền lực kinh tế và chính trị không dễ gì nhường lại những đặc quyền của họ. Bất chấp tinh thần hăng hái của các thị trường mới nổi vào đầu thập niên 90, nhiều cuộc cải cách vẫn chưa được hoàn tất. Các nước công nghiệp phải mất vài trăm năm mới tự do hoá, và chúng ta sẽ không ngạc nhiên nếu các nước đang phát triển cũng phải mất thời gian để thực hiện cải cách, cùng với những lần thoái lui và thất vọng trong suốt hành trình này. Tuy nhiên, ức chế tài chính là một khái niệm đã đi qua thời hưng thịnh nhất và phát triển tài chính hiện đang được công nhận như một mục tiêu gần như ở mọi nơi.

Vai trò và vấn đề cơ bản của chính phủ

Để bắt đầu ở mức độ cơ bản nhất, chức năng tối thiểu của chính phủ là kiểm soát việc sử dụng vũ lực. Nếu chúng ta hoàn toàn không có chính phủ, chúng ta sẽ có bạo lực khắp nơi, bao gồm sự tấn công tội ác, sự nổi loạn của các nhóm có tổ chức, và sự xâm lăng của các quốc gia khác. Nhà triết học người Anh Thomas Hobbes (1588-1679) đã mô tả một cách kinh điển về “trạng thái bản chất” không thể chịu đựng nổi này, trong đó cuộc sống của con người là “xấu xa, hung ác, và ngắn ngủi”.¹ Ông lập luận rằng con người có tư duy hợp lý phải đồng ý về sự hiện hữu của một nhà nước với thẩm quyền tuyệt đối để có độc quyền sử dụng vũ lực. Có những ví dụ hiện đại về những nơi mà tình trạng vô chính phủ ở trạng thái bản chất chiếm ưu thế (ví dụ như Somalia trong thập niên 90) và những ví dụ này cho thấy rõ ràng là một chính phủ phù hợp mang lại những nhu cầu an ninh cộng đồng phải được thiết lập trước khi một nền kinh tế có thể vận hành trên mức tồn tại.

Nhưng một khi chính phủ đã được thành lập và độc quyền sử dụng vũ lực, quần chúng phải phó thác cho sự định đoạt của chính phủ. Nói chung, quần chúng chẳng làm được gì nhiều để tự bảo vệ mình trước sự lạm quyền của chính phủ. Và vì chính phủ cũng bao gồm những con người với những mối quan tâm cá nhân riêng, những người nào có đặc quyền sử dụng quyền lực có thể nhanh chóng nhận ra rằng vị thế quyền lực của họ có thể chuyển thành những lợi ích cá nhân đáng kể. Xuyên suốt lịch sử, những người thống trị có xu hướng sống trong nhung lụa tiện

¹ Hobbes (1651).

nghiều hơn so với những thành phần còn lại trong xã hội. Họ làm điều này thông qua sử dụng vũ lực hay sự đe dọa của vũ lực để thu hút một phần của cải của xã hội.

Sự thu hút của cải này có hai hình thức chung: *thuế khoá* và *đặc lợi*. Thuế khoá là sự chuyển giao của cải công khai và không có gì khó hiểu lắm, cho dù như chúng ta sẽ thấy, một phần nào đó cũng có thể được trá hình một cách khéo léo. Đặc lợi liên quan đến những khoản thanh toán cho những hàng hoá và dịch vụ do chính phủ kiểm soát với giá cao hơn so với mức giá lẽ ra có thể đạt được trong một môi trường tự do cạnh tranh; đặc lợi này có thể hình thành từ một hệ thống định giá bị biến dạng bởi độc quyền hay chủ nghĩa bảo hộ, hay từ sự tham nhũng trắng trợn.

Các nhà nước dân chủ hiện đại được thành lập dựa trên nguyên tắc cơ bản được tán thành bởi một nhà triết học người Anh khác, John Locke (1632-1704) cho rằng chính phủ sẽ thiết lập những luật lệ phản ánh và phục vụ cho quyền lợi của công dân trong việc mưu cầu hạnh phúc. Căn cứ theo tâm nhìn này của chính phủ, luật lệ được đánh giá là chính đáng dựa trên cơ sở là làm thế nào và tại sao luật lệ có thể ban sức mạnh cho những công dân tự do cũng như ràng buộc họ, và chúng ta phân biệt một cách cẩn thận giữa sự chuyển giao chính đáng và không chính đáng của cải cho chính phủ. Sự phân biệt này đòi hỏi phải có một khái niệm thực hành về *tính chính đáng (legitimacy)*. Một chính phủ chính đáng gắn liền với những nguyên tắc giúp giới hạn và nêu rõ hành vi phù hợp của chính phủ. Một chính phủ với một nền tảng rõ ràng về tính chính đáng phải theo đuổi những mục tiêu chính sách công đầy thiện ý bằng những thủ tục đã được nhất trí. Một chính phủ không có một nền tảng rõ ràng về tính chính đáng sẽ lơ là trách nhiệm của họ đối với công dân hoặc lẫn lộn giữa những mục tiêu xã hội với phúc lợi riêng tư của những người thống trị.

Đó là lý do tại sao *nguyên tắc của luật* là đặc điểm chính của những nhà nước hiện đại chính đáng với các nền kinh tế khu vực tư nhân sôi nổi, và là tiêu điểm của quyển sách này. Chúng ta sẽ tìm hiểu về nguyên tắc của luật một cách đầy đủ hơn trong chương 4, nhưng rõ ràng ý nghĩa của nó không chỉ đơn thuần là sự tồn tại của các bộ luật - mọi chính phủ đều có nhiều bộ luật, nhưng không phải mọi chính phủ đều có nguyên tắc của luật. Ý tưởng cơ bản là: luật nên dựa trên sự nhất trí đạo lý về những gì công bằng và hợp lý, và luật nên được cưỡng chế thi hành một cách đáng tin cậy và đồng nhất.

Trên hết, nguyên tắc của luật có nghĩa là những người giàu có và thế lực không thể được miễn trừ khỏi sự vận hành của luật pháp và theo ý nghĩa này, nguyên tắc của luật liên quan đến khái niệm về chính phủ có giới hạn. Phần lớn tư duy chính trị hiện đại là một nỗ lực nhằm định nghĩa cơ sở chính đáng của chính phủ và tìm hiểu cách thức đạt được lợi ích của chính phủ mà không xâm phạm và lạm dụng đặc quyền một cách tùy tiện. Nền dân chủ bầu cử hiện đại có thể được xem là sự thể chế hoá lâu bền nhất của chính phủ có giới hạn.

Thật hết sức khó khăn khi thiết lập một nguyên tắc của luật giúp giới hạn hành vi của chính phủ ở những nơi vốn không có chuẩn mực trong quá khứ. Những người tận hưởng đặc quyền của thế lực vô hạn hiếm khi chịu từ bỏ những đặc quyền đó mà không đấu tranh hay đe dọa đấu tranh. Hai thế kỷ vừa qua đã chứng kiến vô số những cuộc cách mạng và bạo loạn khi dân chúng cố gắng hạn chế quyền lực của chính phủ. Trong những cuộc chiến này, đặc quyền và thuế khoá thường là vấn đề trọng tâm. Cuộc cách mạng của nước Mỹ chống lại luật lệ nước Anh nổ ra bởi sự bất đồng về việc ban đặc quyền trên cơ sở bất bình đẳng giữa những người công dân (nổi tiếng là việc ban cho Công ty British East India những quyền lợi mới đặc biệt bằng tống thất

của các thương nhân New England, và bất đồng về thuế khoá – không phải bất đồng về mức thuế cao thấp bao nhiêu, mà về nguyên tắc là liệu các bên bị đánh thuế có thể giới hạn được quyền lực của những người ban hành và thu thuế hay không.² Chẳng bao lâu sau, cuộc cách mạng Pháp nổ ra mà về cơ bản là bởi sự căm phẫn của quần chúng trước những đặc quyền và lạm quyền của tầng lớp quý tộc thống trị.

Sự chuyển đổi sang dân chủ là một quá trình dần dần, và hiếm khi xảy ra chỉ với một nước cờ duy nhất. Ví dụ như Pháp phải nhiều lần quay trở về chế độ chuyên chế và phải nhiều lần vùng dậy hơn nữa cuối cùng mới có thể thiết lập được một nền dân chủ hiện đại. Nhiều đất nước đang phát triển hiện đang trong quá trình chuyển đổi này, không hoàn toàn chuyên chế mà cũng chẳng hoàn toàn dân chủ. Ở trạng thái chuyển đổi này, ta không ngạc nhiên khi thấy rằng đề tài thuế khoá và tham nhũng vừa quan trọng vừa thay đổi liên tục.

Sự khởi sắc của hoạt động kinh doanh tư nhân gắn liền với sự tiến hoá chính trị sâu sắc hơn. Một tầng lớp trung lưu mới trỗi dậy gần như đồng nghĩa với một nền kinh tế tư nhân đang tăng trưởng. Tầng lớp trung lưu đó có thể là tác nhân mạnh mẽ của sự thay đổi chính trị cũng như người tạo ra tầng trưởng kinh tế. Vì tầng lớp này chính là đối tượng của thuế khoá, cho nên họ hết sức quan tâm đến việc thúc đẩy tính chính đáng của chính phủ, thôi thúc chính phủ phải hạn chế thuế khoá và chịu trách nhiệm trước việc sử dụng tiền thu thuế, và thường phát động những cuộc khởi nghĩa nghiêm trọng chống lại sự chuyên quyền.

Chế độ dân chủ thường tiến hoá vì ngay cả những chính phủ chuyên quyền cũng cần phải thương thảo với những người nắm giữ của cải xã hội. Chính phủ chỉ có thể tránh được điều này nếu nền kinh tế không tăng trưởng hay nếu chính phủ nắm giữ toàn bộ của cải của xã hội và ra sức quản lý của cải đó một cách tập trung. Cách làm này (hệ thống kinh tế kế hoạch tập trung) đã được thử nghiệm tại một số nước trong thế kỷ 20. Vì những lý do sẽ được thảo luận đầy đủ hơn trong chương 3, cuối cùng cung cách quản lý này không thể dẫn đến tăng trưởng kinh tế và phải lụi tàn trong tình trạng phi hiệu quả và tham nhũng.

Di sản nhà Minh: Châu Âu, Trung Quốc, và nền dân chủ

Sự tiến hoá song hành giữa dân chủ và thị trường được minh họa thỏa đáng bằng kinh nghiệm của châu Âu từ khi bắt đầu thiên niên kỷ thứ hai cho đến năm 1800, và bằng sự tương phản giữa châu Âu và châu Á trong suốt thời kỳ này. Hệ thống chính trị của châu Âu vào đầu thiên niên kỷ thứ hai là chế độ phong kiến được đặc trưng bởi một mạng lưới phân quyền về chính trị của các lãnh chúa địa phương hùng mạnh với quyền lợi theo luật pháp vượt lên tầng lớp lao động tồi tệ. Tuy nhiên, các lãnh chúa phong kiến tìm thấy cơ hội trong những thị trường đang tăng trưởng của châu Âu – cơ hội để gia tăng năng suất nông nghiệp bằng những phương pháp canh tác mới, và cơ hội xây dựng những trung tâm mậu dịch (các thành phố thương mại ở Châu Âu). Các lãnh chúa có tinh thần kinh doanh nhìn xa trông rộng nhận thấy rằng cách tốt nhất để tranh thủ những cơ hội này là để cho người nông nô được tự do không bị bó buộc trong ranh giới lãnh thổ và tạo ra những động cơ mới khuyến khích họ hành động như những người lao động tự do, nhằm xây dựng các thành phố và đưa dân đến ở, và thực hiện những kỹ thuật nông nghiệp mới. Sự cạnh tranh kinh tế và chính trị giữa các lãnh chúa là một yếu tố cần thiết kích thích những thị trường

² Tìm đọc một tư liệu tổng quan xuất sắc về lịch sử này trong phần giới thiệu trong ấn bản của Freeman và Leonard (1915).

mới, những thành phố mới, và sự tự do cá nhân mới cuối thời Trung cổ và đầu kỷ nguyên hiện đại.³

Các thị trường phát triển nhanh chóng ở châu Âu trong thời kỳ này. Cho đến thế kỷ 16, những tiến bộ công nghệ trong nghề hàng hải và thuốc súng đã làm thay đổi tình hình chính trị của châu Âu, giúp các vị hoàng đế hùng mạnh có thể xây dựng được chính quyền quốc gia, kìm chế thế lực của các lãnh chúa địa phương, cho phép những vị vua mới này biến chuyển chính quyền quốc gia thành những đế chế toàn cầu về thám hiểm, giao thương, và chinh phục. Những “đế chế thương mại” này xác lập một hệ thống nguyên tắc mới cho sự kết hợp quyền lợi giữa chính quyền và các nhà buôn. Chính quyền mang lại sự bảo vệ bằng quân sự, và sự tài trợ thường xuyên, trong khi các nhà thám hiểm, các thương gia, và những người khai phá mang lại năng lượng kinh doanh cần thiết để chinh phục các vùng đất và xây dựng những con đường thương mại. Các hoàng đế chia xẻ thành quả khai phá và chinh phục bằng cách ban quặng mỏ, đất đai, và quyền buôn bán cho những người thám hiểm và khai phá.

Động lực dẫn dắt sự bành trướng này là sự tham lam của hoàng gia và đôi khi là sự tự bảo tồn của hoàng gia trong một thế giới cạnh tranh quốc tế mạnh mẽ giữa các ông hoàng. Chắc chắn, chẳng phải mọi người đều hưởng lợi từ sự bành trướng đế quốc này; ngoại lệ nổi bật nhất là những người dân châu Mỹ bản xứ và người nô lệ châu Phi. Thế nhưng các vị hoàng đế không thể hoàn toàn vị kỷ được. Họ bị ép buộc bởi nhu cầu xây dựng những động cơ khuyến khích để ban thưởng cho những người khác, và bởi sự cần thiết phải hình thành một tầng lớp giàu có mới gồm các thương gia và chủ đất (đặc biệt ở Bắc Mỹ). Hoàng gia cần phải chấp nhận và đánh thuế những người giàu có này. Những cuộc chiến tranh về sưu thuế trở nên phổ biến cũng như những cuộc chiến về quyền lực kinh tế và chính trị, lên đến đỉnh điểm bằng những cuộc khởi nghĩa có vũ trang thành công ở Anh (những năm 1640) và Mỹ (những năm 1770). Cách mạng chính trị thiết lập nền dân chủ ở Mỹ cũng là cách mạng kinh tế trong đó các luật lệ thương mại – những luật lệ đặc biệt do hoàng gia ban hành nhằm quản lý những ai có thể sản xuất và buôn bán những mặt hàng gì và ở đâu – được thay thế bằng một hệ thống kinh tế thị trường dựa vào các nguyên tắc của Locke về tự do cá nhân. Trong hệ thống mới đó, các quyền kinh tế của cá nhân được mở rộng và ảnh hưởng của chính phủ đối với các quyết định kinh tế giảm xuống.⁴

Điều thú vị là lịch sử tăng trưởng đồng thời của tự do chính trị, của cải cá nhân bình quân, và thị trường quốc tế là một hiện tượng đặc thù của châu Âu – hiện tượng mà Eric Jones gọi là “sự thần kỳ châu Âu”.⁵ Những rào chắn nào ngăn những nơi khác trên thế giới không đi theo con đường của châu Âu đến với sự giàu có? Tri thức kỹ thuật tự nó không phải là yếu tố quyết định. Quả thật, Trung Quốc đã phát triển được phần lớn những tiến bộ công nghệ quan trọng nhất, tiếp sức cho sự phát triển của châu Âu và đã có hàng thế kỷ công nghiệp hoá trước châu Âu. Francis Bacon lập luận rằng ba phát minh - giấy và công nghệ in ấn, thuốc súng, và la bàn từ tính – đã làm thay đổi thế giới châu Âu. Tất cả đều là phát minh của Trung Quốc, cũng như nhiều cấu phần thiết yếu khác của chủ nghĩa tư bản phôi thai, bao gồm những yếu tố then chốt góp phần cho Cách mạng Công nghiệp châu Âu như sản xuất sắt và máy quay thủy lực. Thế nhưng, bất chấp năng lực công nghệ tiên tiến, Trung Quốc tụt lại sau châu Âu trong kỷ nguyên thần kỳ của uy lực châu Âu từ năm 1400 đến 1800.⁶

³ Tìm đọc tư liệu tổng quan về lịch sử kinh tế làm nền tảng cho cách giải thích này trong ấn bản của Duby (1979), Mokyr (1990), Jones (1988a, 1988b), North (1990), và MacFarlane (1978) và các tài liệu tham khảo trong đó.

⁴ Chính phủ vẫn duy trì một vai trò quan trọng trong việc định hình hệ thống pháp lý, ban quyền cho các công ty, và điều tiết sự cạnh tranh. Tìm đọc ấn bản của Hughes (1991).

⁵ Jones (1988a).

⁶ Mokyr (1990).

Jones lập luận rằng châu Âu nhảy vọt lên trước Trung Quốc là do những khiếm khuyết trong hệ thống luật lệ và thể chế quản lý sự tham gia vào nền kinh tế Trung Quốc, và do cơ cấu chính trị của Trung Quốc ngăn cản sự điều chỉnh hướng tới một hệ thống luật lệ hiệu quả hơn. Đặc điểm phân biệt chính của châu Âu là các quyền pháp lý của cá nhân trong phạm vi các quốc gia, tạo điều kiện thuận lợi cho các động cơ khuyến khích tinh thần kinh doanh, và sự cạnh tranh mãnh liệt giữa các chính quyền quốc gia châu Âu (quân sự cũng như kinh tế) đã thôi thúc các hoàng đế khích lệ tinh thần kinh doanh thông qua thiết lập các quyền cá nhân cũng như sự hợp tác kinh tế giữa vương triều và các thương gia, đặt cơ sở trên lợi thế hỗ tương, chứ không phải bằng mệnh lệnh độc đoán.

Trở trêu thay, sự ổn định chính trị của triều đình Trung Quốc có lẽ đã góp phần cho sự tăng trưởng kinh tế tương đối chậm chạp của đất nước. “Từng nhà buôn riêng lẻ có lẽ đã rút lột để ảnh hưởng đến triều đình, nhưng nhà vua không bao giờ cần phải dựa vào họ giống như các hoàng đế châu Âu từng thiếu đã làm, và họ không có được tầm ảnh hưởng như một tầng lớp có thế lực.”⁷ Triều đình gần như không phải đối phó với mối đe dọa bên ngoài. Thật vậy, họ nhận thấy mối đe dọa chính đối với quyền lực của họ xuất phát từ bên trong đất nước. Một tầng lớp thương nhân tăng trưởng, mà có lẽ ngày càng có nhiều của cải và thế lực nếu được phép làm như vậy thông qua mậu dịch tự do và quyền tài sản được mở rộng, được triều đình xem là mối đe dọa chính.

Nói cụ thể ra, vương triều nhà Minh (1368-1644) cảm nhận mối đe dọa bởi sự bành trướng của thị trường, và họ thoát ra khỏi con đường đó bằng cách dập tắt công nghiệp hoá, mậu dịch quốc tế, và thám hiểm nước ngoài. Các vị vua này muốn quay lại với nông nghiệp, phá huỷ đồng hồ thiên văn của Trung Quốc xây dựng vào năm 1090, để cho hải quân suy tàn do không sử dụng đến, và cấm đoán mậu dịch quốc tế. Cho đến giữa thế kỷ 16, nghề đóng thuyền của Trung Quốc đã bị lãng quên.

Nhận định về lịch sử châu Âu và Trung Quốc vô cùng tương phản nhau là: các thể chế (quyền tài sản, hệ thống hiến pháp, các luật lệ quản lý hoạt động thương mại) có vai trò quan trọng; và các loại thể chế và quan hệ chính phủ-doanh nghiệp đúng đắn không thể tự nhiên mà có. Lịch sử đó thật là phù hợp để chúng ta tìm hiểu về sự phát triển và kém phát triển trong thế giới ngày nay. Những quyền chính trị cá nhân và quyền tài sản trên thị trường tự do mà châu Âu và châu Mỹ có thể cho là đương nhiên, và sự tiến bộ kinh tế phụ thuộc vào đó, là sự phát triển *hiếm có* trong lịch sử nhân loại. Vào buổi bình minh của thế kỷ 21, vẫn còn nhiều quốc gia mà chính phủ, hay một nhóm nhỏ những nhà độc quyền được chính phủ nâng đỡ, sở hữu phần lớn của cải của xã hội và có xu hướng bảo vệ của cải đó thông qua nhiều phương tiện làm trì trệ sự tăng trưởng kinh tế. Di sản nhà Minh vẫn còn tồn tại.

Sự trùng lặp và tách biệt giữa chính phủ và doanh nghiệp

Rõ ràng là mức độ can thiệp của nhà nước vào hoạt động kinh doanh và tài chính là mối quan tâm chung của mọi người. Ví dụ, các bộ luật chống độc quyền là quan trọng nhất để bảo đảm sinh lực cạnh tranh của nền kinh tế. Và chính phủ phải thiết lập những nền tảng pháp lý mạnh, được nhận thức rõ ràng để các thị trường tài chính có thể vận hành được. Cả hai đều là sự can thiệp của chính phủ vì mục đích tối đa hoá thành quả kinh tế. Những hành vi kiểm soát hay can thiệp đáng mong đợi khác của chính phủ trong nền kinh tế cũng có thể làm giảm thành quả kinh tế, nhưng chính phủ phải làm thế vì một mục đích mà xã hội đã xác định là chính đáng, chẳng hạn như bảo vệ môi trường.

⁷ Jones (1988a).

Nhưng có nhiều hành vi can thiệp của chính phủ không mang lại kết cục tốt đẹp. Ví dụ như những nỗ lực của chính phủ nhằm tối đa hoá việc làm chẳng hạn, lại có thể gây ra tính cứng nhắc về hợp đồng trên thị trường lao động dẫn đến giảm việc làm, như các nước Đông Âu đã nhận thấy vào những năm gần đây. Những nỗ lực của chính phủ để dẫn dắt dòng vốn chảy vào những ngành công nghiệp, những doanh nghiệp, hay những cá nhân được ưu tiên, thường đưa dòng vốn rời xa những nơi sử dụng tối đa hoá giá trị hướng tới những nơi sử dụng có giá trị thấp hơn hay “phá huỷ giá trị” (một khái niệm sẽ được mô tả chi tiết trong chương 3). Điểm chung của những hành vi can thiệp này là chính phủ ra sức thực hiện những chức năng kinh tế trực tiếp mà thị trường cạnh tranh có thể làm tốt hơn.

Thái độ của doanh nghiệp đối với chính phủ phần nào có tính chất hai mặt. Một mặt, các doanh nghiệp muốn tối thiểu hoá thuế khoá và các quy định của chính phủ, và theo ý nghĩa này, họ cố gắng hạn chế vai trò của chính phủ. Mặt khác, các doanh nghiệp cũng tích cực tìm kiếm bất kỳ đặc quyền nào đó mà chính phủ có thể ban cho họ. Một công ty tư nhân sẽ không ghét sự can thiệp của chính phủ vào thị trường vốn nhằm phân bổ dòng vốn cho chính công ty họ. Các doanh nghiệp thường vận động hành lang và nhận được sự bảo hộ trước hàng nhập khẩu thông qua thuế quan, hạn ngạch hay những hình thức bảo hộ khác. Họ cũng muốn nhận bất kỳ hình thức trợ cấp nào mà chính phủ sẵn lòng ban cho. Và cuối cùng, nếu chính phủ trao cho bất kỳ một doanh nghiệp nào đó một thế lực độc quyền hay bán độc quyền thông qua luật định hay cấp phép một cách hạn chế, công ty sẽ nhận được giá trị đáng kể. Tất cả những đặc quyền này tạo thành đặc lợi cho chủ sở hữu doanh nghiệp. Trong một số hệ thống chính trị, những đặc lợi này là mức giá của sự nâng đỡ cộng đồng kinh doanh của chính phủ. Quá thường xuyên, nó trở thành cơ sở cho mối quan hệ hối lộ giữa chính phủ và những doanh nghiệp được ưu tiên.⁸

Trong một đất nước đang phát triển, ở vào giai đoạn đầu, giới doanh nghiệp và chính phủ liên kết với nhau hết sức chặt chẽ và được kiểm soát bởi cùng một nhóm người có đặc quyền. Vì mục đích này, việc chính quyền trung ương sở hữu hệ thống kinh doanh (nền kinh tế kế hoạch tập trung) hay hệ thống kinh doanh sở hữu chính phủ (nền kinh tế tư bản độc quyền) không phải là vấn đề. Hai hệ thống có vẻ tương phản này hoá ra lại có ít nhiều điểm chung, như thể hiện qua quá trình chuyển đổi sang kinh tế thị trường không dễ dàng của nước Nga.⁹ Điều quan trọng hơn là liệu cùng một nhóm nhỏ đó có thể ra quyết định hay ảnh hưởng mạnh đến việc ra quyết định trong cả hai lĩnh vực kinh tế và chính trị hay không. Khi quyền lực kinh tế và quyền lực chính trị hội tụ quá chặt chẽ và được tập trung vào quá ít người, các quyết định của chính phủ và giới kinh doanh rất có thể sẽ được đưa ra một cách tồi tệ.

Một quan chức chính phủ có quyền lợi kinh doanh hay nhận tiền hối lộ từ một doanh nghiệp dễ dàng có xu hướng ra quyết định vì lợi ích riêng tư chứ không vì quyền lợi của xã hội. Theo định nghĩa, những quyết định như vậy hầu hết đều khác với những quyết định mà lẽ ra có thể đạt được vì quyền lợi không thiên vị của toàn thể xã hội. Chủ nghĩa bảo hộ, các nhà độc quyền, trợ cấp, và việc cấp giấy phép hạn chế có xu hướng làm chậm tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, những chính sách như vậy làm lợi cho những doanh nghiệp nhất định và những quan chức chính phủ nào đó.

⁸ Về vấn đề tìm kiếm đặc lợi, tìm đọc ấn bản của Krueger (1974), Bhagwati (1976), và phần thảo luận về các đòi hỏi sở hữu nhà nước trong chương 3.

⁹ Trh nước Nga sẽ được xem xét chi tiết trong chương 3.

Ngược lại, các chính khách thường có xu hướng áp đặt một mục tiêu chính trị lên những quyết định kinh tế. Trong tình huống tốt nhất, các quyết định kinh tế được thực hiện hoàn toàn nhằm tối đa hoá giá trị công ty, mà trong hầu hết các trường hợp đều góp phần cho tăng trưởng kinh tế. Nhưng các chính trị gia thường ưu tiên cho một số vùng, ngành, hay doanh nghiệp nhất định vì một số lý do khả dĩ nào đó, và có thể cố gắng chỉ đạo hoạt động kinh doanh và công việc làm sao cho phù hợp với sự ưu tiên đó. Các quyết định tư nhân nhanh chóng được ban thường hay bị trừng phạt bởi cơ chế thị trường; nhưng chính phủ các nước có thể kéo dài mãi mãi những quyết định sai lầm bằng cách tiếp tục trợ cấp thêm, thường làm giảm tăng trưởng kinh tế.

Đó là lý do tại sao các nền dân chủ hiện đại thành công cố gắng tách biệt giữa hoạt động kinh doanh và chính phủ. Mỗi lĩnh vực có một logic riêng, một tập hợp mục tiêu riêng, và được phục vụ tốt nhất khi không bị ảnh hưởng thái quá bởi lĩnh vực kia. Kết quả của sự tách biệt này là một nền kinh tế mạnh hơn và sự giới hạn quyền lực của chính phủ.

Phản thảo luận ngoài lề về kinh tế chính trị và lịch sử kinh tế này vẫn bổ ích vì nó giúp chúng ta mô tả và đặt hai quá trình thay đổi chính trị và kinh tế song hành vào bối cảnh như đang diễn ra tại các nước đang phát triển. Trong chương 3, chúng ta sẽ quay lại với những chủ đề tương tự trong phần thảo luận về sự thành lập các doanh nghiệp nhà nước trong thời kỳ sau Chiến tranh Thế giới II và công cuộc tư nhân hoá trong các thập niên 80 và 90. Trong phần còn lại của chương này, chúng ta sẽ xem xét những vấn đề cụ thể của hệ thống tài chính và mối quan hệ giữa hệ thống tài chính với nhà nước.

Trung gian tài chính

Các chức năng của hệ thống tài chính

Chức năng sơ khai nhất của một hệ thống tài chính là phát hành và bảo vệ tiền. Chức năng tiến bộ tiếp theo là cơ chế thanh toán, thường là một hệ thống thanh toán séc, giúp các bên giao dịch chuyển tiền cho nhau mà không chịu những rủi ro của việc giao nhận bằng tiền đồng hay tiền giấy. Các chức năng cơ bản này thuộc phạm vi hoạt động của ngân hàng, mà tất yếu là tổ chức tài chính đầu tiên tiến hoá trong một đất nước đang phát triển.

Trong một nền kinh tế cạnh tranh đã phát triển hoàn toàn, hệ thống tài chính không chỉ bao gồm các ngân hàng mà còn có các công ty chứng khoán, các tổ chức trung gian chuyên môn như công ty tài chính, và các tổ chức môi giới cầm cố, cũng như các nhà đầu tư có tổ chức như công ty bảo hiểm, quỹ hưu bổng, và các quỹ hỗ tương. Một hệ thống tài chính như vậy đóng một vai trò to lớn và tinh vi hơn: Nó khuyến khích và huy động tiết kiệm và đầu tư, và lưu chuyển nguồn vốn được tạo ra đến những nơi sử dụng hữu hiệu nhất. Nó tạo ra một danh mục các phương án tiết kiệm và đầu tư khác nhau cho các cá nhân – một số phương án có rủi ro cao hơn, một số có rủi ro thấp hơn, một số trong dài hạn, một số trong ngắn hạn hơn.

Khi vai trò *trung gian tài chính* được thực hiện một cách hữu hiệu, các công ty cạnh tranh với nhau để có được tiền tiết kiệm thông qua chi trả sinh lợi tài chính dưới những hình thức khác nhau. Sự cạnh tranh không chỉ làm lợi cho người tiết kiệm mà còn làm cho vốn lưu thông đến những cách sử dụng nào hứa hẹn tạo ra nhiều giá trị nhất. Kết quả là tiền tiết kiệm của xã hội được đưa vào những cách sử dụng khả dĩ tốt nhất, trong khi người tiết kiệm được hưởng sự kết hợp khả dĩ đáng mong đợi nhất giữa sinh lợi kỳ vọng cao, rủi ro thấp và thanh khoản cao.

Một cách để kết nối tiết kiệm với đầu tư là thông qua *trung gian thị trường chứng khoán*. Ở đây, các công ty cạnh tranh nhau huy động vốn thông qua chào bán cổ phiếu, trái phiếu, và các chứng khoán khác trực tiếp cho các cá nhân và các nhà đầu tư có tổ chức. Một cách khác để kết nối giữa tiết kiệm và đầu tư là thông qua *trung gian ngân hàng*. Ở đây, các cá nhân và các tổ chức ký gửi tiền tiết kiệm vào ngân hàng, và ngân hàng cung ứng các khoản vay cho các công ty. Trong điều kiện tốt nhất, sự trung gian của thị trường chứng khoán là hiệu quả hơn vì không có người trung gian lâu dài, nhưng sự trung gian của ngân hàng chiếm ưu thế tại các thị trường tài chính mới nổi vì những lý do mà chúng ta sẽ tìm hiểu trong quyền sách này.

Các ngân hàng và thị trường chứng khoán không thể hoạt động đúng đắn trừ khi có các nền tảng thể chế vững mạnh. Chính phủ các nước có thể đóng vai trò quan trọng trong việc tạo ra hay củng cố các nền tảng thể chế này. Nhưng chính phủ thường lơ là công việc xây dựng thể chế hoặc thậm chí còn tồi tệ hơn, họ theo đuổi những mục tiêu khác, cố tình làm suy yếu các thể chế pháp lý và kinh tế cốt lõi làm nền tảng cho trung gian tài chính.

Chính phủ và nền tảng của hệ thống tài chính

Chính phủ và các thể chế mà chính phủ tạo ra hay tác động đến là yếu tố nền tảng cốt yếu của bất kỳ một hệ thống tài chính nào. Yếu tố nền tảng cơ bản nhất là luật lệ (chủ đề của chương 4). Hoạt động trung gian tài chính, bất kể là thông qua ngân hàng hay thị trường chứng khoán, sẽ tạo ra các sản quyền (quyền đối với tài sản); các sản quyền này được mua bán giữa những người xa lạ với nhau, làm cho các nhà đầu tư trở nên dễ bị thiệt hại. Hoạt động trung gian tài chính chỉ có thể vận hành tốt khi các nhà đầu tư tin tưởng rằng các sản quyền sẽ được tôn trọng. Điều này đòi hỏi phải có những luật lệ được cường chế thi hành một cách công bằng và đồng nhất, nhằm bảo vệ quyền và quyền lợi của các nhà đầu tư đối với tài sản của họ. Nói cụ thể ra, các thị trường chứng khoán mang lại những cơ hội rộng mở cho những nhà đầu tư lừa đảo. Những bộ luật mạnh, được cường chế thi hành công bằng, là cách thức hữu hiệu duy nhất để kiểm soát sự vận động của thị trường, việc mua bán nội gián, và sự lừa đảo trắng trợn. Tất cả những điều này đòi hỏi chính phủ phải quyết tâm tạo ra một hệ thống tài chính vững mạnh.

Các ngân hàng cũng phụ thuộc vào luật lệ và toà án để xác định rõ và bảo vệ quyền của họ với tư cách những người cho vay. Các ngân hàng dựa vào luật pháp để cường chế thi hành các điều khoản cam kết của hợp đồng cho vay (những điều khoản hạn chế hành vi của người vay và sử dụng tín dụng ngân hàng), để qui định đầy đủ thủ tục đăng ký và cường chế thi hành quyền lợi thế chấp bằng đất đai, công trình kiến trúc, thiết bị, và vốn lưu động (những tài sản thế chấp này giúp tạo điều kiện thuận lợi cho việc cho vay vì giúp giảm bớt rủi ro), và để thiết lập những bộ luật phá sản giúp giải quyết khó khăn nguy kịch về tài chính một cách chóng vánh và có thể dự đoán được (nhờ vậy làm giảm rủi ro của người cho vay và tránh sự chậm trễ lãng phí trong hoạt động đầu tư và sản xuất của những công ty không thanh khoản).

Ngoài nền tảng pháp lý, yếu tố cơ bản thứ hai là thông tin (chủ đề của chương 5). Thông qua đầu tư sâu rộng vào việc thu thập thông tin, các ngân hàng có thể thu được những thông tin riêng về khách hàng của họ, khi đó ngân hàng có thể sử dụng những thông tin này để cường chế các quyền hợp đồng và hạn chế rủi ro vỡ nợ đối với các khoản cho vay. Đây cũng là một lý do khiến các ngân hàng có thể là những trung gian hữu hiệu khi thông tin khó thu thập. Nhưng muốn cho các thị trường chứng khoán hoạt động trôi chảy, việc cáo bạch thông tin đại chúng là

cần thiết, để toàn bộ sự kiện thực chất về công ty đều được truyền bá cho các nhà đầu tư ngay khi phát sinh những sự kiện này. Một số nhà kinh tế học lập luận rằng người ta không thể biện minh cho vai trò của chính phủ trong việc đưa ra các qui định yêu cầu cáo bạch vì các công ty tư nhân có thể đạt được niềm tin của các nhà đầu tư thông qua xây dựng những phương tiện đáng tin cậy để bộc lộ thông tin cho thị trường (bằng cách tuyển dụng các nhà kế toán, các cơ quan xếp hạng tín dụng, hay các đơn vị bảo lãnh phát hành để hành động như các trung gian thông tin), và nếu không có niềm tin của các nhà đầu tư đó, các công ty không thể huy động vốn được trên thị trường chứng khoán. Như vậy, lập luận này cho rằng, các công ty tư nhân đứng trước những động cơ mạnh mẽ từ phía thị trường thúc họ phải xây dựng những chính sách cáo bạch đáng tin cậy, và gần như không được lợi gì từ sự can thiệp của chính phủ.

Nhưng động cơ chính cho các qui tắc cáo bạch của chính phủ - và cũng là động cơ của các qui định hạn chế theo luật đối với việc chào bán trên thị trường chứng khoán - là bảo vệ những nhà đầu tư chất phác. Các qui tắc cáo bạch buộc các doanh nghiệp phải đáp ứng những tiêu chuẩn tối thiểu của chính phủ về chất lượng và bề rộng thông tin họ phải cung cấp, và nhờ vậy, làm cho các công ty khó mà lừa bịp các nhà đầu tư ngây thơ mua chứng khoán của họ với mức giá đã bị thổi phồng. Thứ hai, chính phủ có một vị thế độc nhất vô nhị để có thể chuẩn hoá các thông lệ cáo bạch, giúp tạo điều kiện dễ dàng cho các nhà đầu tư so sánh các chứng khoán chào bán với nhau, vì thế làm cho thị trường vận hành tốt hơn.

Yếu tố cơ bản thứ ba là một đồng tiền vững mạnh. Trong chương 6, chúng ta sẽ giải thích lý do tại sao điều đó cũng đòi hỏi phải có một chính phủ nâng đỡ, biết kiểm soát việc chi tiêu ngân sách và huy động đủ thuế sao cho không cần phải in thêm tiền để tài trợ cho chi tiêu của chính phủ. Nếu chính phủ buộc phải in thêm tiền, thì sẽ xảy ra tình trạng mất giá đồng tiền liên tục, hoặc sẽ xảy ra sự sụp đổ định kỳ của giá trị trao đổi. Những vụ sụp đổ giá trị trao đổi định kỳ đặc biệt nguy hại đối với hoạt động mậu dịch quốc tế và các thị trường vốn, và đã trở thành một hiện tượng thường xuyên trong những năm gần đây (chủ đề của chương 8). Nhưng trong chương này, chúng ta sẽ chứng minh rằng ngay cả tình trạng mất giá đồng tiền liên tục, có thể dự đoán được, cũng có thể nguy hại đến tiết kiệm và quá trình đầu tư, vì nó khuếch đại thuế khoá của khu vực tài chính.

Cuối cùng, việc giới hạn các qui định đánh thuế ngân hàng của chính phủ và xây dựng những qui định thận trọng hữu hiệu cũng như việc giám sát ngân hàng có tầm quan trọng to lớn đối với sự lành mạnh tài chính và tăng trưởng kinh tế. Vai trò của chính phủ trong việc điều tiết giám sát ngân hàng có thể làm nên sự khác biệt giữa một hệ thống tài chính lành mạnh và một hệ thống tài chính ngăn chặn con đường tăng trưởng. Các chính sách thuế khoá của chính phủ đối với ngân hàng và ảnh hưởng của những chính sách này đối với nền kinh tế là chủ đề của phần còn lại trong chương này, trong khi các qui định thận trọng và giám sát ngân hàng sẽ được xem xét trong chương 7.

Tại sao chính phủ một số nước không cung ứng được những nền tảng thể chế cơ bản này? Đôi khi chính phủ thiếu năng lực để có thể nhanh chóng xây dựng được các nền tảng thể chế thích hợp, có lẽ bởi họ bị ràng buộc bởi truyền thống pháp lý kém hiệu quả vốn đã tồn tại từ trước (ví dụ như cách tiếp cận của Napoleon để phát triển luật thương mại).¹⁰ Trong những trường hợp khác, các quan chức chính phủ có thể thiếu sức mạnh cần thiết để giảm thuế của khu

¹⁰ Tìm đọc ấn bản của LaPorta và những người khác (1997), Levine (1998, 1999), và chương 4.

vực tài chính vì làm như thế đòi hỏi phải tăng thuế trong những khu vực khác, vốn rất khó khăn về mặt chính trị, hoặc phải cắt giảm chi tiêu.

Nhưng trong nhiều trường hợp, sự thất bại về mặt thể chế phản ánh mục tiêu của những người thống trị và quyền lợi mà họ đại diện, chứ không phải những ràng buộc đối với hành động của họ (lặp lại ví dụ về vương triều nhà Minh). Những chính phủ nào phục vụ cho quyền lợi của một nhóm đặc quyền nhỏ bằng tổn thất của tổng thể dân chúng gần như không quan tâm đến việc thúc đẩy những giao dịch hiệu quả giữa những người không thân thuộc với nhau trong hệ thống tài chính. Thật vậy, làm như thế có thể làm giảm khả năng thu hút và phân phối đặc lợi của chính phủ. Ví dụ, tình trạng thiếu vắng những bộ luật thương mại hữu hiệu, thủ tục đăng ký thế chấp, và luật phá sản hiệu quả sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho sự dàn xếp giao dịch nội bộ giữa các tập đoàn bao quanh một ngân hàng trung tâm, và làm cho việc tham gia cạnh tranh trong hoạt động công nghiệp hay trung gian tài chính trở nên khó khăn hơn. Do đó, tình trạng thiếu vắng các thể chế này phục vụ cho quyền lợi của một nhóm nhỏ đặc quyền đang hiện hữu.

Như vậy, ta không ngạc nhiên khi thấy rằng chính phủ những nước nào có thể mang lại các nền tảng thể chế thích hợp cho hệ thống tài chính lại là những chính phủ bị ràng buộc nhiều nhất khi hành động vì lợi ích công chúng, và điều đó thường có nghĩa là chính phủ chịu một mức độ kiểm soát dân chủ đáng kể. Nếu điều kiện tối thiểu này không được đáp ứng, chính phủ chuyên quyền thường cố tình tránh né cải cách thể chế hiệu quả.

Thậm chí còn tồi tệ hơn, chính phủ chuyên quyền sẽ không chỉ xói mòn nền tảng thể chế của hệ thống tài chính, mà còn thường thu tóm việc kiểm soát hệ thống tài chính và sử dụng nó cho quyền lợi riêng của họ. Những hệ thống chính trị tham nhũng sẽ ưa chuộng một hệ thống tài chính nào mà trong đó họ có thể trực tiếp phân bổ vốn vào những ngành được ưu tiên về mặt chính trị, cũng như phân bổ một phần vào túi chính những kẻ thống trị.

Áp chế tài chính

Trước thế kỷ 20, sự gắn liền phổ biến với bản vị tiền kim loại quốc tế và sự mở cửa chung của các dòng vốn làm giới hạn quyền lực của một quốc gia trong việc bóc lột những người tiết kiệm và những người giữ tiền khác thông qua lạm phát. Lấy ví dụ, nếu một nhà nước gắn liền với một bản vị tiền mạnh muốn có tiền để tiến hành một cuộc chiến tranh, nhà nước có thể huy động tiền thông qua thuế khoá hay tìm một người cho vay tự nguyện, rồi lại tìm cách đánh thuế để hoàn trả. Nhưng thuế khoá thường đòi hỏi phải có sự thông qua của quốc hội, ngay cả khi nền dân chủ còn khá phôi thai.

Tuy nhiên, trong thế kỷ 20, sự vươn lên của tiền giấy như một đơn vị hạch toán và phương tiện trao đổi đã làm tăng đáng kể khả năng của chính phủ tài trợ cho những dự án ưa thích của họ bằng cách in thêm tiền và bóc lột người tiết kiệm, xa rời qui trình ngân sách, và qua đó tránh việc thu thêm thuế và thông qua quốc hội. Điều này thật sự làm xói mòn sự phát triển nền dân chủ. Nga và Ukraine là những ví dụ cực đoan về tình trạng này trong thập niên 90.

Các nhà nghiên cứu đã nhận ra 6 cách thức qua đó chính phủ áp chế hệ thống tài chính:

1. Thông qua ban hành trần lãi suất đối với lãi suất tiền gửi ngân hàng.
2. Thông qua ban hành tỷ lệ dự trữ bắt buộc cao đối với các ngân hàng.
3. Thông qua cho vay công nghiệp và / hoặc chỉ đạo tín dụng ngân hàng.

4. Thông qua sở hữu và /hoặc quản lý vi mô đối với ngân hàng, khiến họ gần như không có quyền tự chủ.
5. Thông qua hạn chế sự tham gia vào ngành tài chính, đặc biệt là người nước ngoài.
6. Thông qua hạn chế dòng vốn quốc tế vào và ra.

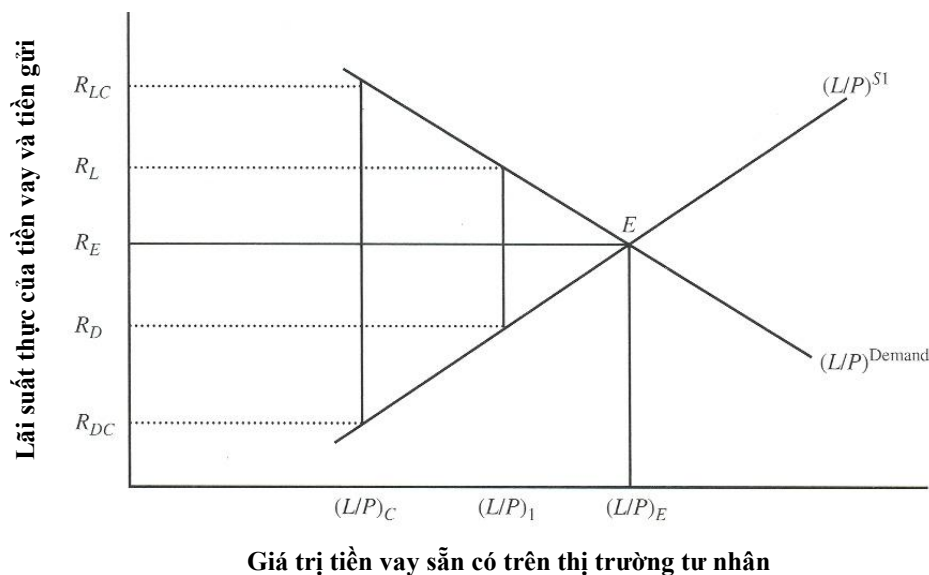
Lưu ý rằng phần lớn những hành động này liên quan đến mối quan hệ giữa chính phủ và ngân hàng. Tất cả đều bất lợi cho người tiết kiệm và / hoặc có hại cho sự phân bổ vốn, nhưng có lợi cho chính phủ. Những điều bất lợi và có lợi đó càng khuếch đại hơn nữa bởi lạm phát. Chúng ta sẽ xem xét từng hành động này một cách chi tiết.

I. Trần lãi suất đối với tiền gửi ngân hàng

Việc chính phủ ban hành một mức trần đối với lãi suất mà ngân hàng phải trả cho tiền gửi là hết sức phổ biến. Cơ sở lý luận cho sự hạn chế này là để ngăn ngừa “cạnh tranh thái quá” đối với tiền gửi, làm tăng khả năng sinh lợi và do đó được cho là làm tăng sự an toàn và vững mạnh của ngân hàng. Ngay cả Hoa Kỳ cũng có các biện pháp kiểm soát lãi suất (Quy định Q) từ thập niên 30 đến thập niên 70. Điều mà cuối cùng buộc Hoa Kỳ phải huỷ bỏ các biện pháp kiểm soát lãi suất này là sự cạnh tranh từ các quỹ thị trường tiền tệ - một thị trường chứng khoán hiệu quả mang lại giá trị tốt hơn so với ngân hàng trong thời kỳ lãi suất gia tăng. Bất kỳ chính phủ nào cương quyết duy trì kiểm soát lãi suất cũng cần phải đề nén các phương án thị trường hiệu quả khác để làm cho hệ thống kiểm soát đó vận hành được. Chính phủ cũng phải đề nén dòng vốn chảy ra nước ngoài để tìm kiếm lãi suất cao hơn.

Các biện pháp kiểm soát lãi suất tiền gửi làm tăng giá trị đặc quyền của ngân hàng, mang lại cho ngân hàng *đặc lợi* – nghĩa là nguồn thu nhập mà lẽ ra không có trong một thị trường hoàn toàn cạnh tranh. Những người tiết kiệm và người vay tiền *tư nhân* (hay người muốn vay tiền), những người không được chính phủ ưu tiên, phải trả giá cho những đặc lợi này. Trong hình 2.1, chúng ta trình bày những ảnh hưởng này bằng một đồ thị cung cầu đơn giản biểu thị tiền vay thực như một hàm số theo lãi suất thực.

HÌNH 2.1 Chênh lệch lãi suất ngân hàng và giới hạn lãi suất tiền gửi



$L =$ Tiền vay $P =$ Mức giá $(L/P)^{\text{Demand}} =$ Cầu tiền vay thực của người vay tư nhân, là một hàm số theo lãi suất $(L/P)^{S1} =$ Cung tiền vay thực của người cho vay, là một hàm số theo lãi suất $E =$ Trạng thái cân bằng ban đầu của cung và cầu $(L/P)_E =$ Lượng tiền vay thực ở trạng thái cân bằng ban đầu $R_E =$ Lãi suất cho vay thực ở trạng thái cân bằng ban đầu $(L/P)_1 =$ Lượng tiền vay thực khi ngân hàng tính một khoản chênh lệch giữa lãi suất tiền gửi R_D và lãi suất cho vay R_L $(L/P)_C =$ Cung tiền vay thực khi chính phủ ban hành trần lãi suất R_{DC} đối với tiền gửi và do đó buộc lãi suất cho vay tư nhân lên đến R_{LC}

Hình 2.1 trình bày đường cầu đối với tiền vay thực $(L/P)^{\text{Demand}}$, tiêu biểu cho giá trị tiền vay L , được điều chỉnh theo những thay đổi của mức giá P , mà những người vay đáng tin cậy mong muốn được vay, là một hàm số giảm dần theo lãi suất cho vay thực (đã điều chỉnh lạm phát), R_L . Đường cung $(L/P)^{S1}$ cho thấy lượng tiền vay thực mà người tiết kiệm sẵn lòng cung ứng là một hàm số tăng dần theo lãi suất tiền gửi thực R_D . Hình 2.1 cho thấy điểm cân bằng E , ở đó thị trường đạt trạng thái cân bằng, lãi suất cho vay bằng lãi suất tiền gửi và lượng tiền vay thực là $(L/P)_E$.

Trên thực tế, việc cho vay của ngân hàng không bao giờ đạt tới điểm E . Ngân hàng phải tính chi phí hoạt động của họ khi xác định lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi: Các ngân hàng phải được hưởng một khoản chênh lệch giữa lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay để bù đắp chi phí hoạt động ngân hàng (lương lao động, chi phí cơ hội của việc duy trì dự trữ tiền mặt có lãi suất bằng không sẵn sàng để phục vụ việc rút tiền, v.v...). Đường thẳng đứng biểu thị giá trị của khoản chênh lệch lãi suất cần thiết đó ($R_L - R_D$). Nhu cầu phải đưa một phần thu nhập cho vay của ngân hàng vào thanh toán các chi phí gián tiếp làm giảm sinh lợi mà người gửi tiền có thể nhận được, và làm giảm lượng tiền vay thực từ $(L/P)_E$ chỉ còn $(L/P)_1$.

Việc ban hành trần lãi suất tiền gửi tại R_{DC} làm giảm lượng cung tiền gửi vì nó làm hạn chế khả năng ngân hàng thu hút người gửi tiền. Để cân bằng lượng cung mới (thấp hơn) với lượng cầu của người vay, độ lớn của khoản chênh lệch lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay phải tăng lên, điều này có nghĩa là đường thẳng đứng tiêu biểu cho khoản chênh lệch lãi suất sẽ dài hơn. Như vậy, trần lãi suất chẳng những làm hạ sinh lợi thực R_{DC} mà người tiết kiệm được hưởng, mà còn làm giảm lượng tiền vay đang lưu hành và do đó giúp ngân hàng có thể tính những mức lãi suất cho vay cao hơn đối với người vay tư nhân.

Hiệu số độ dài của hai đường thẳng đứng (tiêu biểu cho hai mức chênh lệch lãi suất) chính là đặc lợi của ngân hàng trên một USD cho vay. Các ngân hàng trở nên có lãi hơn, nhưng bằng tổn thất của người tiết kiệm và người vay, và lượng tiền vay tư nhân sẵn có sẽ ít hơn so với trong trường hợp không có kiểm soát lãi suất.¹¹ Chính phủ được lợi như thế nào? Về cơ bản,

¹¹ Các ngân hàng sẽ có động cơ thôi thúc họ đưa ra những hình thức chi trả phi tiền mặt để thu hút người gửi tiền từ phía các đối thủ cạnh tranh. Nếu ngân hàng được phép làm như vậy, điều đó sẽ làm tăng cung tiền gửi lên đến một điểm nằm đâu đó ở khoảng giữa của hai trường hợp có trần lãi suất và không có trần lãi suất trong hình 2.1.

chính phủ hưởng lợi thông qua không cho phép ngân hàng được giữ lại phần lớn đặc lợi của họ, mà yêu cầu ngân hàng phải cung ứng những khoản vay có trợ cấp cho những người vay mà chính phủ ưu tiên.

Trần lãi suất, cụ thể tại những nền kinh tế lạm phát, đặc biệt gây thiệt hại cho người tiết kiệm. Như chúng ta sẽ xem xét chi tiết hơn trong chương 6, khi lãi suất tiền gửi danh nghĩa thấp hơn mức lạm phát, người tiết kiệm sẽ nhận được lãi suất thực âm (nghĩa là họ nhận lại được số tiền có sức mua thấp hơn so với số tiền họ đã ký gửi vào ngân hàng). Vì điều này xảy ra trong nhiều hệ thống tài chính bị ức chế, cho nên mức lãi suất tiền gửi thực sẽ là một trong những đại lượng đo lường mà chúng ta sử dụng để định lượng xem thử tình trạng ức chế tài chính nghiêm trọng đến mức nào. Ta không ngạc nhiên khi thấy rằng những người tiết kiệm bất đắc dĩ phải nhận lãi suất thực âm thường rất nôn nóng đón nhận cơ hội có được những mức sinh lợi thị trường dương (xem phần đóng khung).

Thị trường cổ phiếu Trung Quốc: Tiếng la ó công khai

Khi Đặng Tiểu Bình bắt đầu kêu gọi tinh thần ủng hộ cải cách ở Trung Quốc đầu năm nay, theo lời kể lại, ông đã nói rằng dự kiến sẽ có một “tình trạng xáo trộn nho nhỏ” khi nền kinh tế được mở cửa. Ngay cả ông Đặng chắc cũng sẽ lường lự khi mô tả tình trạng náo loạn thị trường cổ phiếu bắt đầu vào ngày 8 tháng 8 ở thị trấn miền nam Thẩm Quyến là một vụ xáo trộn “nho nhỏ”.

Có đến 1 triệu người từ khắp đất nước Trung Quốc đổ dồn về Thẩm Quyến (dân số bình thường là 2 triệu người) để xếp hàng đăng ký mua cổ phần. Trong trận xô xát tiếp theo mà có lúc tiếp diễn lúc ngưng kéo dài suốt 3 ngày, những người muốn mua cổ phần đập vỡ các ô cửa sổ và ô tô, tấn công lẫn nhau và tấn công cả cảnh sát đang vung vẩy dùi cui và nỏ súng. Nhiều người bị thương, và một số người kể lại (nhưng chính quyền phủ nhận) là có một hay hai người tử vong. Chiều ngày 11 tháng 8, thị trường cổ phiếu Thẩm Quyến đóng cửa, và nội các Trung Quốc họp ở Bắc Kinh để thảo luận về những việc sẽ làm.

Niềm an ủi lớn đối với giới lãnh đạo là vụ hỗn loạn tồi tệ nhất của Trung Quốc được truyền hình loan tin từ sau vụ bạo động ở quảng trường Thiên An Môn hồi năm 1989 này không liên quan gì đến chính trị cả. Động cơ chỉ vì tiền. Thẩm Quyến, giáp với Hong Kong, là một trong những “đặc khu kinh tế” đầu tiên của Trung Quốc, và với tỷ lệ tăng trưởng công nghiệp khoảng 40 phần trăm một năm, vẫn là đặc khu kinh tế thành công ngoạn mục nhất. Thẩm Quyến tự hào là thị trường cổ phiếu lớn hơn và sôi nổi hơn trong hai thị trường cổ phiếu của Trung Quốc (thị trường còn lại là Thượng Hải).

Các thị trường này tỏ ra hết sức được ưa chuộng – cả đối với các nhà đầu tư Trung Quốc, được phép mua bán cái gọi là cổ phần A, cũng như đối với người nước ngoài, vốn chỉ được mua bán cổ phần B. Với 1 nghìn tỷ nhân dân tệ (183 tỷ USD) tiền tiết kiệm chỉ được cất giấu trong các tài khoản ngân hàng, và với niềm tin thống thiết rằng giá cổ phần chỉ có tăng lên mà thôi, những người dân thường Trung Quốc nôn nóng muốn có trong tay các cổ phần A.

Câu hỏi làm rối trí các nhà cầm quyền ở Thượng Hải và Thẩm Quyến là làm thế nào phân phối cổ phần khi cầu vượt xa cung đến thế. Có lẽ ghi nhớ lập luận của tờ báo này tuần qua rằng “các thị trường cổ phiếu là xô số, cảm ơn Chúa vì điều đó,” các quan chức Thẩm Quyến đã tổ chức xô số thật sự để phân bổ 500 triệu nhân dân tệ cổ phiếu loại A mà họ dự kiến cho phép trong năm tài chính này.

Thành phố in ra 5 triệu biểu mẫu đăng ký, bán với giá 100 nhân dân tệ mỗi tờ (tiền thu về được dành cho “chi tiêu phúc lợi” ở Thẩm Quyến). Vào dịp cuối tuần ngày 8 tháng 8 ở Thẩm Quyến, mỗi khách hàng được bán đến 10 tờ biểu mẫu, ai xếp hàng trước thì được bán trước. Sau

đó, một phần mười của số biểu mẫu sẽ được chọn bằng cách bốc thăm. Những người may mắn trúng thăm sẽ được mua đến 1000 cổ phần trên một biểu mẫu của 14 công ty lưu hành trên thị trường năm nay.

Dường như không ai ưu phiền nếu 90 phần trăm người không may sẽ không nhận được gì từ 100 nhân dân tệ họ đã trả cho mỗi tờ biểu mẫu, mà cũng chẳng ai buồn lòng vì danh tính đặc điểm của 14 công ty sẽ được niêm yết vẫn còn chưa được cáo bạch, hướng hồ sơ bằng cân đối kế toán và triển vọng công ty. Sự thất bại vào cuối tuần chẳng hề làm nguôi đi cơn thèm khát của các nhà đầu tư tương lai. Để sửa chữa sai lầm ban đầu, ngày 11 tháng 8, chính quyền Thẩm Quyến lại đưa ra bán thêm 500.000 “vé thị trường” với giá 1.000 nhân dân tệ mỗi vé, mỗi vé này cho phép người mua có được mười tờ biểu mẫu đăng ký. Nếu các biểu mẫu này được bổ sung thêm vào đợt xổ số ban đầu gồm 5 triệu biểu mẫu, mà xem ra rất có thể như vậy, thì tỷ lệ biểu mẫu trúng số sẽ giảm chỉ còn 5 phần trăm trên tổng số. Chẳng sao cả. Số vé này cũng được bán sạch, và được mua đi bán lại nhanh chóng (và bất hợp pháp) trên đường phố với giá gấp đôi giá ban đầu.

Chính quyền Trung Quốc có thể tự tán dương mình rằng phần lớn tình trạng rắc rối này có tính chất động viên khích lệ. Cũng như thị trường cổ phần B, nơi có khoảng 1 tỷ USD trong các “Quỹ Trung Quốc” ở hải ngoại đang rượt đuổi theo không đến 50 triệu USD cổ phần đang được mua bán náo nhiệt, hoạt động kinh doanh chứng khoán của Thẩm Quyến cho thấy cầu mạnh hơn cung, thể hiện qua hành động của người Trung Quốc – chỉ ít cho tới khi nào nó bão hoà vì ngay cả ở Trung Quốc, thị trường cũng có lúc trời lúc sụt.

Khía cạnh u ám của tình huống này, nhìn từ góc độ lãnh đạo, là nguyên nhân nào khiến các nhà đầu tư tương lai giận dữ đến thế. Cảnh sát Thẩm Quyến nói họ đang đẩy lui những kẻ gây rối. Những người đứng xếp hàng nói, nghe hợp lý hơn, rằng cảnh sát và các quan chức đang xô dân chúng ra để dành chỗ cho bạn bè riêng của họ. Các quan chức cũng bị buộc tội là giữ lại hàng chông biểu mẫu cho chính họ và gia đình họ. “Đả đảo tham nhũng,” những người biểu tình gào lên ở Thẩm Quyến, những tiếng hét lạnh lùng quen thuộc với giới lãnh đạo từ những năm tháng xảy ra vụ Thiên An Môn. Câu hỏi là liệu ông Đặng và các bằng hữu của ông có còn kết luận rằng sự an toàn không nằm ở việc giảm tốc độ cải cách kinh tế mà là đẩy nhanh tốc độ cải cách, như họ đã kết luận từ vụ giải tán Liên bang Xô viết.

Nguồn: The Economist, 15-8-1992.

2. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc của ngân hàng cao

Các ngân hàng tại hầu hết các nước đều được yêu cầu phải gửi lại (thường là không có lãi suất) một tỷ lệ nhất định tiền gửi của họ làm *dự trữ* tại ngân hàng trung ương. Thông lệ này, khi được áp dụng không có giới hạn, có thể làm lợi cho ngân hàng và công chúng. Các ngân hàng trung ương có thể là người giữ tiền dự trữ đáng tin cậy và có thể sử dụng số dư dự trữ này để tạo điều kiện thuận lợi cho việc thanh toán bù trừ giữa các ngân hàng. Các ngân hàng cần được tiếp cận với số dư dự trữ, để lo liệu việc lưu thông chuyển nhượng tiền gửi bình thường giữa các ngân hàng với nhau, và để dự phòng trước những cuộc khủng hoảng tài chính khi nhu cầu rút tiền tăng cao.

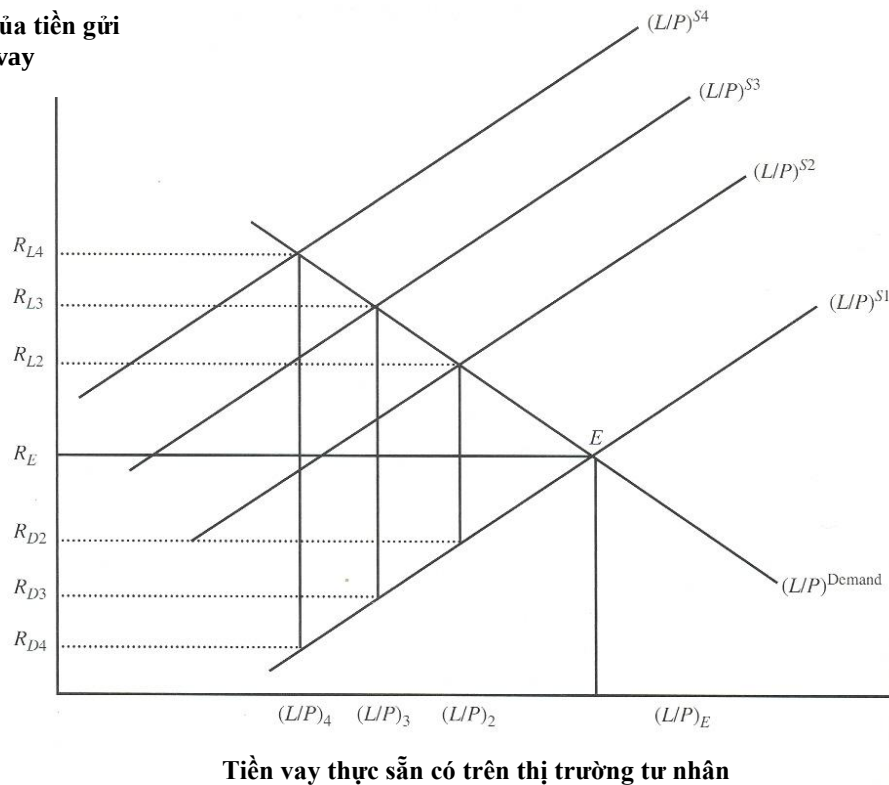
Tuy nhiên, thông lệ không chi trả lãi cho tiền dự trữ thì lại chẳng có cách lý giải gì nhìn từ quan điểm thúc đẩy hoạt động ngân hàng hiệu quả. Ưu điểm duy nhất là số thu nó tạo ra cho chính phủ: Dự trữ bắt buộc mang lại số thu cho chính phủ thông qua buộc các ngân hàng phải ký gửi tiền tại ngân hàng trung ương mà không được hưởng lãi trên tiền gửi này. Điều đó giúp giảm số nợ phải trả lãi mà chính phủ phải phát hành, và do đó làm giảm chi phí dịch vụ nợ của chính phủ. Như vậy, dự trữ bắt buộc không hưởng lãi sẽ tạo nên một khoản thuế ngầm ẩn đối với hoạt

động ngân hàng. Trong hầu hết các trường hợp, tỷ lệ dự trữ bắt buộc cao và lãi suất thấp mà ngân hàng nhận được từ dự trữ này phản ánh mong muốn của chính phủ duy trì một công cụ thuế để tạo ra số thu ngầm ẩn đáng kể. Công cụ thuế này có ưu điểm về mặt chính trị là nhiều người gửi tiền (suy cho cùng là những người đóng thuế) không ý thức được điều đó. Khi khoản thuế này đủ lớn, nó gây ra một ảnh hưởng tiêu cực nghiêm trọng đối với hệ thống tài chính.

Ảnh hưởng của thuế dự trữ đối với thị trường cho vay được mô tả bằng đồ thị trong hình 2.2, triển khai từ hình 2.1. Một khoản thuế dự trữ có nghĩa là ngân hàng phải tính lãi suất cao hơn đối với các khoản cho vay tư nhân và /hoặc trả lãi suất thấp hơn cho người tiết kiệm nhằm chi trả chi phí cho việc duy trì dự trữ có lãi suất thấp hoặc bằng không tại ngân hàng trung ương; nghĩa là khoảng cách thẳng đứng giữa đường cung và đường cầu phải tăng lên khi tăng thuế dự trữ. Trong hình 2.2, khoản chênh lệch lãi suất trở thành $(R_{L2} - R_{D2}) = qR_{L2}$, trong đó q là tỷ lệ phần trăm dự trữ bắt buộc; nghĩa là, để đơn giản, ta giả định rằng không có chi phí gián tiếp nào khác ngoài dự trữ có lãi suất bằng không, nếu ngân hàng có tiền gửi thực là D/P mà ngân hàng phải trả lãi suất thực là R_{D2} , và phải ký gửi lại lượng dự trữ qD tại ngân hàng trung ương không được hưởng lãi, thì chi phí trực tiếp thực của dự trữ bắt buộc là $q(D/P)R_{L2}$; ngân hàng phải điều chỉnh tăng chênh lệch lãi suất của họ để bù đắp chi phí này, làm giảm cung tiền vay chỉ còn $(L/P)_2$.

Ví dụ trên ngầm giả định rằng tỷ lệ lạm phát bằng không. Thuế dự trữ đối với ngân hàng còn trở nên trầm trọng hơn bởi lạm phát, làm tăng hơn nữa chi phí thực của việc duy trì dự trữ, vì chi phí cơ hội *thực* của việc giữ tiền mặt không hưởng lãi chính là lãi suất cho vay *danh nghĩa*. Như ta sẽ thấy chi tiết hơn trong chương 6, lạm phát có tác dụng như một loại thuế đối với tất cả những người giữ tiền và giữ tài sản bằng tiền có lãi suất thấp hoặc bằng không. Vì dự trữ bắt buộc qui định ngân hàng phải giữ những tài sản như vậy, cho nên ngân hàng phải đóng một phần đáng kể thuế lạm phát. Do đó, lạm phát làm dịch chuyển đường cung tiền vay hướng lên về phía bên trái, làm giảm hơn nữa lượng tiền vay có sẵn từ $(L/P)_2$ còn $(L/P)_3$. Khoảng cách thẳng đứng giữa lãi suất cho vay thực và lãi suất tiền gửi thực tăng lên theo tỷ lệ lạm phát (π). Chênh lệch lãi suất thực giữa lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi bây giờ sẽ là: $(R_{L3} - R_{D3}) = q(\pi + R_{L3})$. Chênh lệch lãi suất cao hơn phản ánh sự kiện là thị trường phải đền bù cho ngân hàng về chi phí cơ hội thực cao hơn. Thu nhập cho vay bị bỏ lỡ bây giờ sẽ cao hơn tính theo giá trị thực vì chênh lệch lãi suất tăng lên giữa thu nhập cho vay, được tính theo chỉ số lạm phát, và thu nhập từ tiền mặt bằng không bất kể tỷ lệ lạm phát bằng bao nhiêu.

Tóm lại, hệ thống ngân hàng thường là nguồn thu quan trọng của chính phủ, mà cuối cùng phản ánh thế lực độc quyền của chính phủ bao trùm thế lực in tiền (cho phép chính phủ ấn định tỷ lệ lạm phát) và sức mạnh qui định luật pháp của chính phủ đối với ngân hàng (cho phép chính phủ cưỡng chế thi hành qui định dự trữ bắt buộc). Các ngân hàng mang lại cho chính phủ một bộ phận tương đối dễ sai khiến và không được bảo vệ trong nền kinh tế để đánh thuế. Vì những người vay tiền có xu hướng là những người am hiểu và thường được chính phủ ưu tiên, cho nên trong phần lớn các trường hợp, người tiết kiệm là nạn nhân chính của những khoản thuế tài chính ngầm ẩn này. Người tiết kiệm đóng những khoản thuế này thông qua lãi suất thực của tiền gửi bị giảm sút. Trần lãi suất tiền gửi làm giảm lãi suất tiền gửi thực một cách công khai; lạm phát làm giảm lãi suất tiền gửi thực thông qua lấy đi một phần lãi suất danh nghĩa. Và dự trữ bắt buộc khiến ngân hàng phải hạ sinh lợi thực trả cho người tiết kiệm.

HÌNH 2.2 Ảnh hưởng của dự trữ bắt buộc, lạm phát, và chỉ đạo tín dụng**Lãi suất thực của tiền gửi
và cho vay**

$(L/P)^{S2}$ = Cung tiền vay thực của người cho vay khi chính phủ đánh thuế ngân hàng bằng dự trữ bắt buộc

$(L/P)^{S3}$ = Cung tiền vay thực khi lạm phát gây ra một khoản thuế khác nữa đối với ngân hàng

$(L/P)^{S4}$ = Cung tiền vay thực đối với những người vay không được ưu tiên khi chính phủ buộc các ngân hàng phải cho vay lãi suất thấp dành cho những người vay ưu tiên

R_{D2-4} = Lãi suất tiền gửi thực của mỗi trường hợp trên

R_{L2-4} = Lãi suất cho vay thực của mỗi trường hợp trên

3. Tín dụng chính phủ và sự chỉ đạo tín dụng ngân hàng của chính phủ

Khi hệ thống ngân hàng buộc phải gửi lại một phần đáng kể tiền gửi trong ngân hàng trung ương, ngân hàng trung ương sẽ có nguồn lực để có thể cho vay trực tiếp cho lĩnh vực công nghiệp. Phần lớn các chính khách cảm thấy hết sức mong muốn có được nguồn tài chính như thế để tùy nghi sử dụng. Một cách đơn giản hơn để đạt được cùng một mục tiêu như vậy là quốc hữu hoá một phần hay toàn bộ ngân hàng. Trong những trường hợp cực đoan, như Mexico trong những năm 80, chính phủ quốc hữu hoá toàn bộ ngân hàng và dành ưu tiên tiền tiết kiệm công cộng để tài trợ cho thâm hụt ngân sách và các dự án riêng của chính phủ.

Như lưu ý trên đây, hiếm có các quan chức chính phủ nào thực sự muốn để lại các quyết định phân bổ vốn cho các ngân hàng bất câu lợi hay cho một thị trường chứng khoán hiệu quả.

Sự kiểm soát của chính phủ đối với dòng tín dụng có thể là một phương tiện mạnh mẽ để thực hiện các mục tiêu chính sách. Hơn nữa, sự kiểm soát còn giúp củng cố thể lực cá nhân của các quan chức chính phủ và có thể làm tăng của cải của họ khi các công ty nhận được tín dụng trợ cấp cũng thuộc sở hữu của chính các quan chức này, hay có những mối quan hệ khác với họ.

Ngay cả các chính phủ dân chủ hay dân chủ một phần cũng nhận thấy khó mà để lại hoàn toàn công việc phân bổ vốn cho thị trường. Những chính khách khá dấn thân hành động vì lợi ích chung cũng thường tin rằng họ có thể nhận thức rõ hơn và hành động khôn ngoan hơn so với những con người sôi động phóng túng trên thị trường vốn. Các nhà đầu tư thường bị buộc tội là ra quyết định chỉ vì lợi ích ngắn hạn. Các chính khách thường lập luận rằng bàn tay chỉ đạo của chính phủ, hay các ngân hàng dưới sự kiểm soát của chính phủ là cần thiết để đưa ra những quyết định phân bổ vốn tối ưu trong dài hạn.

Những chính phủ được khai sáng hơn cũng thường nhận thấy khó mà buông lỏng sự kiểm soát này. Ví dụ như ở Nhật Bản, Bộ Tài chính tối đa hoá vai trò của ngân hàng trong việc tài trợ công nghiệp và (với mức độ giảm dần theo thời gian) đưa ra những hướng dẫn cụ thể cho ngân hàng về những ngành, doanh nghiệp, và dự án nào được tài trợ. Theo tường thuật, chính phủ cũng định hướng các khoản vay vào những ngành công nghiệp ưu tiên nhất định và trong một số trường hợp còn khuyến khích các ngân hàng nên tuyển dụng những nhân sự cấp cao, hoặc như sự ban thưởng cho những người này vì đã phục vụ tốt ở những nơi khác hoặc để giúp bảo đảm rằng ngân hàng vẫn tuân thủ những đề xuất tương lai từ Bộ Tài chính. Bộ Tài chính thật ra còn can thiệp vào sự hình thành thị trường trái phiếu của một công ty hay thị trường thương phiếu cho đến giữa thập niên 80, và tới lúc đó Bộ nhượng bộ chỉ vì các công ty lớn của Nhật đã đạt được sự tiếp cận hoàn toàn với nguồn vốn quốc tế cho nên việc Bộ Tài chính giữ chặt lấy các công ty theo truyền thống của Nhật Bản không thể duy trì được nữa.

Khi các ngân hàng buộc phải phân phối một phần nguồn tiền đến các công ty thuộc sở hữu của chính phủ, hay những người vay được chính phủ ưu tiên với những mức lãi suất ưu đãi, chính phủ hấp thu một phần cung tín dụng sẵn có đối với những người vay tư nhân (không được ưu tiên). Hình 2.2 trình bày ảnh hưởng của tình trạng thu hẹp nguồn cung tín dụng không theo chỉ đạo này dành cho những người vay ngân hàng: Đường cung tín dụng tư nhân tiếp tục dịch chuyển sang trái và khoản chênh lệch giữa R_L và R_D càng rộng ra – được thể hiện qua hình 2.2 như sự di chuyển từ $(L/P)_3$ đến $(L/P)_4$.

4. Sở hữu của chính phủ và quản lý vi mô đối với các ngân hàng

Cách đơn giản nhất để chính phủ ức chế hệ thống tài chính là sở hữu toàn bộ các ngân hàng hay chỉ ít cũng sở hữu một số hoặc tất cả những ngân hàng lớn nhất; điều này rất phổ biến tại các nước đang phát triển từ thập niên 60 cho đến những năm 80. Việc sở hữu ngân hàng ban cho chính phủ quyền chỉ đạo tín dụng một cách dứt khoát đến bất kỳ nơi nào chính phủ thấy thích hợp, mà không cần phải làm ra vẻ như một hệ thống thị trường. Hoặc là, cho dù sự sở hữu ngân hàng vẫn được đặt vào những bàn tay tư nhân, nhưng chính phủ có thể đưa ra những “hướng dẫn” mạnh mẽ không chỉ trong quyết định cho vay mà cả trong việc tuyển dụng, tài trợ, và mọi lĩnh vực khác của việc quản lý ngân hàng.

Ngoài sự hướng dẫn của chính phủ Nhật Bản đối với việc cho vay tư nhân của ngân hàng, Nhật Bản còn là một trong những ví dụ điển hình về sự kiểm soát trực tiếp của nhà nước đối với hoạt động ngân hàng. Hệ thống Tiết kiệm Bru điện Nhật Bản từ lâu đã là một trong những tổ

chức tài chính lớn nhất trên thế giới, và hệ thống này có một nguồn vốn được bảo hộ với chi phí thấp được chính phủ Nhật Bản sử dụng để tài trợ cho các chương trình tín dụng chỉ đạo dành cho những người vay ưu tiên thông qua Ngân hàng Phát triển Nhật Bản và các tổ chức cho vay khác của chính phủ.¹² Thông qua hạn chế sự cạnh tranh khách hàng lẻ từ các ngân hàng tư nhân (mãi cho đến rất gần đây), chính phủ có thể tài trợ cho các chính sách tín dụng chỉ đạo với chi phí rất thấp.

Chẳng phải việc chính phủ sở hữu ngân hàng luôn luôn là kết quả có ý thức của nỗ lực kiểm soát ngân hàng của chính phủ. Đôi khi, việc chính phủ sở hữu hoạt động ngân hàng chẳng qua là do tình trạng sụp đổ ngân hàng và nhà nước phải cứu trợ, những biến cố đã trở nên phổ biến một cách kinh ngạc trên khắp thế giới, khi một số ngân hàng mất khả năng thanh toán (mà thường thì những ngân hàng còn sống sót chẳng muốn mua lại làm gì) được đặt dưới sự bảo trợ của nhà nước. Chúng ta sẽ nghiên cứu các vụ khủng hoảng ngân hàng một cách chi tiết trong chương 7, và cũng xem xét ba phương án mà chính phủ có thể chọn để bảo trợ ngân hàng. Để đoán trước kết quả của phần thảo luận đó, chúng ta sẽ lập luận rằng chính sách bảo trợ tối ưu là chính sách dọn sạch vốn sở hữu trước đây và sa thải những giám đốc gây ra vấn đề. Sau đó, ngân hàng có thể được thanh lý hay được tái cấp vốn. Tuy nhiên, thông thường chính phủ thấy rất khó khăn về mặt chính trị khi dọn sạch một tập đoàn tư nhân và ngay lập tức chuyển giao ngân hàng cho một tập đoàn tư nhân khác. Trong những trường hợp như vậy, giải pháp thiết thực nhất có lẽ là chính phủ sẽ trực tiếp sở hữu ngân hàng, với ý định bán nó đi trong tương lai. Một trường hợp đi đầu trong việc quốc hữu hóa ngân hàng sau khi xảy ra khủng hoảng là trường hợp của Chile. Chile xảy ra một vụ sụp đổ ngân hàng vào năm 1982 sau khi thử nghiệm hoạt động ngân hàng tự do bị thất bại, một câu chuyện mà chúng ta sẽ nhắc lại chi tiết hơn trong chương 3. Cho dù chính phủ cam kết thực hiện kinh tế thị trường hết sức mạnh mẽ, nhưng cuối cùng phải tiếp quản hai phần ba hệ thống ngân hàng. Tương tự, Mexico quốc hữu hoá toàn bộ hệ thống ngân hàng vào năm 1982 khi vụ vỡ nợ quốc gia ở đất nước này châm ngòi cho cuộc khủng hoảng nợ toàn cầu.

Trong khi người ta có thể dễ dàng đo lường mức độ sở hữu ngân hàng của chính phủ, việc đo lường sự kiểm soát hữu hiệu của chính phủ đối với các quyết định cho vay của ngân hàng thông qua qui trình luật định có thể khó khăn hơn nhiều. Sự thâm nhập của chính phủ vào việc quản lý ngân hàng chẳng dễ gì định lượng được. Xem ra khó mà phân biệt giữa các qui định thận trọng điều tiết ngân hàng một cách thích hợp (có thể bao gồm những qui định hạn chế của chính phủ đối với thông lệ cho vay của ngân hàng) với những mệnh lệnh cho vay ngầm ẩn của chính phủ được cường chế thông qua mối đe dọa trả đũa bằng qui định.

Các hệ thống do nhà nước kiểm soát có hoạt động tốt không? Có đôi lúc trong thế kỷ 20, các hệ thống kinh tế do nhà nước chi phối, với các dòng vốn được quản lý bởi các ngân hàng thuộc sự kiểm soát của nhà nước, xem ra đã tạo ra những thành quả kinh tế và kỹ thuật ưu việt hơn so với các nền kinh tế thị trường. Ví dụ, trong thập niên 50, Liên bang Xô viết tăng trưởng nhanh chóng cả về sản lượng và về một số yếu tố lãnh đạo kỹ thuật. Khi đất nước này phóng vệ tinh không gian lần đầu tiên (“Sputnik”) vào năm 1957, nhiều người ở Hoa Kỳ và châu Âu giật mình rằng các nền kinh tế thị trường đang tụt lại đằng sau. Bây giờ hồi tưởng lại, nỗi lo sợ này có vẻ như thái quá. Những gì Liên Xô đã làm là huy động số lượng khổng lồ những nguồn lực chưa được khai thác trước đây, đặc biệt là lao động, và tập trung sự quan tâm một cách bất cân xứng vào các hàng hoá quân sự và có liên quan đến quân sự. Hoá ra, công thức của họ không

¹² Tìm đọc chi tiết về kinh nghiệm này trong ấn bản của Ngân hàng Thế giới (1994).

phải là một phương tiện dài hạn để sử dụng nguồn lực hiệu quả, mà đúng ra là một con đường không bền vững mang lại sự tăng trưởng ấn tượng trong ngắn hạn.

Tương tự trong thập niên 70 và 80, Đông Á đạt được tăng trưởng kinh tế đáng kể bằng mô hình dân chủ một phần, doanh nghiệp tư nhân, định hướng xuất khẩu, tài chính do nhà nước chi phối. Nhật Bản đi tiên phong trong mô hình này vào thập niên 50, 60 và 70, và cho đến những năm 80, đất nước này đã đạt được sự thống lĩnh thế giới trong một số ngành công nghiệp bao gồm ô tô và con chip bộ nhớ máy tính. Nhiều nhà quan sát qui cho thành công này là do bàn tay khôn ngoan của chính phủ trong sự hợp tác với các doanh nghiệp tư nhân có tổ chức. Các kế hoạch năm năm, được xây dựng với sự hội đàm giữa chính phủ và khu vực tư nhân, dẫn dắt dòng vốn vào các dự án dài hạn của các ngành công nghiệp cụ thể. Các giám đốc công ty chịu ơn các nhà hoạch định chính phủ và chịu ơn cái gọi là những ngân hàng chính đã giúp hình thành các kế hoạch năm năm của chính phủ và điều phối dòng vốn trong phạm vi các tập đoàn công nghiệp mà họ kiểm soát. Các cơ quan chính phủ và các tập đoàn (*keiretsu*) được nhận định là có thông tin tốt hơn và có mục tiêu dài hạn hơn, ngược lại với các công ty Hoa Kỳ chỉ được dẫn dắt bởi những ý nghĩ ngắn hạn của các nhà đầu tư.

Phần lớn Đông Á đã đi theo con đường của Nhật Bản, và sự thành công chung của họ đã làm lung lay niềm tin của nhiều nhà quan sát phương Tây vào phương pháp tài trợ của phương Tây, trong đó chính phủ không có nhiều tiếng nói trong việc phân bổ vốn, và sự cạnh tranh chứ không phải sự điều phối được cho là nguyên tắc tổ chức đáng mơ ước cho khu vực tư nhân. Sự quản lý và kỹ thuật sản xuất của Nhật Bản được hâm mộ khắp nơi và được bắt chước ở phương Tây, và rõ ràng đã giúp cải thiện phong cách quản lý và sản xuất của phương Tây. Nhưng mô hình kinh tế Đông Á về sự kiểm soát của chính phủ đối với việc phân bổ tín dụng và sự hợp tác chặt chẽ giữa các nhà hoạch định chính sách chính phủ và các tập đoàn tư nhân với trung tâm là ngân hàng tỏ ra khó mà duy trì trong dài hạn. Cho đến thập niên 90, Nhật Bản bước vào thời kỳ suy thoái sâu sắc, và đến năm 1997-98, phần lớn Đông Á đã bị sụp đổ kinh tế. Bắt đầu vào cuối thập niên 90, Nhật Bản dần dần cải cách các hệ thống tài chính và quản lý công ty của họ.

Năm 1994, trước khi xảy ra cuộc khủng hoảng châu Á, nhà kinh tế học quốc tế Paul Krugman xuất bản một bài báo có ảnh hưởng sâu rộng gây sốc cho nhiều độc giả.¹³ Cho dù ông không dự đoán được một vụ sụp đổ sắp xảy ra, nhưng ông đã lập luận rằng điều thần kỳ kinh tế của châu Á là một câu chuyện thần thoại và sự tăng trưởng đó chẳng bao lâu sẽ chậm lại. Ông chứng minh rằng phần lớn sự tăng trưởng của châu Á không phải là kết quả của việc sử dụng hiệu quả nguồn lực, mà là việc phát huy tận dụng nguồn lao động, máy móc, cơ sở hạ tầng, và giáo dục mới khổng lồ, vốn không thể duy trì mãi được. Ông gọi sự tăng trưởng của Singapore là anh em song sinh kinh tế thực sự của Liên Xô, và lập luận rằng tăng trưởng bền vững đòi hỏi phải đạt được lợi ích về tính hiệu quả, nghĩa là phải sử dụng nguồn lực có sinh lợi cao hơn. Một bài báo có liên quan của Michael Porter và Hirotaka Takeuchi năm 1999, xem xét thành quả của Nhật Bản theo từng khu vực, cho rằng sự can thiệp của chính phủ Nhật Bản mang lại nhiều thất bại hơn là thành công.¹⁴

Chúng ta sẽ nghiên cứu cuộc khủng hoảng châu Á năm 1997-1998 một cách khá chi tiết trong chương 8. Nó phù hợp với phần thảo luận của chúng ta về ức chế tài chính vì nó là một vụ sụp đổ *tài chính*, sự thất bại của một phiên bản cụ thể về trung gian tài chính và phân bổ vốn.

¹³ Krugman (1994). Tìm đọc thêm ấn bản của Young (1995).

¹⁴ Porter và Takeuchi (1999). Tìm đọc tổng quan về các cải cách hiện nay trong ấn bản của Hoshi và Patrick (2000).

Các quốc gia khác nhau có những vấn đề khác nhau, nhưng có một chủ đề chung là các tổ chức tài chính dễ thất bại vì đã đưa ra những quyết định phân bổ vốn yếu kém. Đông Á đã làm được nhiều điều đúng đắn, nhưng các khoản nợ xấu, các ngân hàng thất bại, và các dự án đầu tư có sinh lợi thấp đã đưa sự tiến bộ của họ đến một điểm dừng. Trớ trêu thay, bàn tay chỉ đạo của chính phủ và sự quản lý giám sát công ty vây quanh ngân hàng – từng được người hâm mộ tán dương vì tầm nhìn xa trông rộng của nó – đã trở thành chướng ngại cho sự tăng trưởng bền vững dài hạn.

Bài học đó nhấn mạnh tầm quan trọng của sự kiểm soát tư nhân đối với trung gian tài chính và các tổ chức tài chính. Rõ ràng là trong ngắn hạn, tăng trưởng kinh tế có thể vẫn nhanh chóng, ngay cả ở những nơi mà các trung gian tài chính được trợ cấp hay được chính phủ kiểm soát hoạt động kém hiệu quả. Nhưng trong dài hạn, tài chính là quan trọng. Phân bổ vốn là một trong những quyết định kinh tế quan trọng trong bất kỳ nền kinh tế nào, và để thành công trong dài hạn, vốn phải chảy đến những dự án nào mang lại sinh lợi cao nhất.

5. Hạn chế ngân hàng nước ngoài và sự tham gia hoạt động phi ngân hàng trong nước

Những quốc gia ức chế hệ thống tài chính trong nước cũng thường hạn chế sự tiếp cận hệ thống tài chính của những tổ chức có khả năng thay thế cho các ngân hàng nội địa. Có hai hình thức hạn chế: một là làm cho các nhà kinh doanh địa phương cảm thấy khó mà tham gia kinh doanh trong lĩnh vực tài chính, và hai là hạn chế các doanh nghiệp nước ngoài mở các chi nhánh địa phương hay mua lại các tổ chức tài chính địa phương. Những biện pháp hạn chế như vậy tràn ngập khắp nơi và tiêu biểu cho một kiểu chủ nghĩa bảo hộ dành cho các tổ chức tài chính địa phương, bao gồm ngân hàng và các công ty chứng khoán. Chúng quan hệ chặt chẽ với chủ nghĩa bảo hộ nói chung.

Ngoài việc dứt khoát cấm đoán gia nhập ngành, còn có những hàng rào bảo hộ tế nhị khác nữa. Cũng giống như, gần như mọi chính phủ đều nhận thấy việc quản lý giám sát vốn và hành vi của các tổ chức tài chính là quan trọng, gần như tất cả các chính phủ đều có những tiêu chuẩn nào đó mà những người muốn xây dựng các tổ chức tài chính phải đáp ứng. Một số hàng rào gia nhập ngành là phù hợp. Tuy nhiên, cũng như trong qui định hạn chế đối với tín dụng ngân hàng, có một ranh giới tinh tế giữa những tiêu chuẩn luật định phù hợp cho việc nhập ngành, và kiểu lạm quyền của các cơ quan luật định gắn liền với chủ nghĩa bảo hộ ngầm ẩn hay tham nhũng.

Ta không ngạc nhiên thấy rằng nhiều nước cảm thấy chẳng dễ gì thu nhận các công ty nước ngoài vào hệ thống tài chính của họ. Suy cho cùng, tài chính là một trong những ngành then chốt trong bất kỳ một nền kinh tế hiện đại nào, và chính sách tài chính ảnh hưởng đến phúc lợi của hầu hết các ngành khác. Những người theo chủ nghĩa dân tộc phòng thủ có thể e sợ rằng những nước láng giềng to lớn hơn sẽ thôn tính hệ thống tài chính của họ và qua đó phát huy sức mạnh đối với cả nền kinh tế. Cho dù qui định luật pháp có sức mạnh để khống chế hầu hết sự lạm dụng như vậy, nhưng người ta vẫn có thể ngờ rằng liệu các tổ chức tài chính nước ngoài có quan tâm đến phúc lợi dài hạn của đất nước hay không.

Mặt khác, những người khuyến khích tự do hoá các thị trường tài chính mới nổi, trong đó đáng kể là Quỹ Tiền tệ Quốc tế, thường đặc biệt nhấn mạnh vào việc thu nạp các tổ chức tài chính nước ngoài với hy vọng rằng kiểu cạnh tranh này sẽ giúp cải thiện thành quả hoạt động ngân hàng. Chẳng những sự tham gia tự do vào hoạt động ngân hàng của người nước ngoài

mang lại một nguồn vốn quan trọng, mà nó còn giúp đa dạng hoá cơ sở sở hữu và danh mục cho vay của các tổ chức cho vay tại các nước đang phát triển (vì lẽ tự nhiên các ngân hàng toàn cầu sẽ nắm giữ những danh mục đa dạng hơn); điều này giúp các ngân hàng có khả năng chịu đựng tốt hơn trước các cú sốc bất lợi trong nước. Cuối cùng, các ngân hàng nước ngoài mang lại sức ép cạnh tranh quan trọng giúp cải thiện chất lượng quản lý ngân hàng trong nước.¹⁵ Ngành tài chính đang thay đổi nhanh chóng, cùng với các hệ thống quản lý rủi ro và công nghệ truyền thông tiến hoá theo từng năm tháng trôi qua. Không còn con đường nào nhanh hơn để du nhập những ý tưởng mới như thế vào công nghiệp địa phương cho bằng chào đón các tổ chức nước ngoài như những người tham gia cuộc chơi trọn vẹn.

Chắc chắn rằng các tổ chức tài chính thuộc sở hữu nước ngoài (vốn có thể chọn giữa nhiều nước khi quyết định mở rộng hoạt động ra hải ngoại) sẽ không sẵn lòng tuân theo những hướng dẫn phi chính thức từ chính phủ về “những ngành công nghiệp chiến lược” v.v... Đó có thể là mối quan tâm chính của những người muốn hạn chế sự tham gia của người nước ngoài. Vì những hướng dẫn như vậy chính là một hình thức của sự ức chế tài chính, cho nên một lợi ích khác khi cho phép sự tham gia của nước ngoài là sẽ làm yếu đi sức mạnh kiểm soát dòng tài chính của chính phủ. Một số đất nước cương quyết tự do hoá nhất, như Argentina và New Zealand, xem ra đã đạt được lợi ích theo cách này nhờ cho phép người nước ngoài được sở hữu đa số các tổ chức tài chính của họ.

Thật khó mà có được những số đo chính xác về tỷ phần tham gia của nhà nước trong các tài sản ngân hàng, và trong nhiều trường hợp, việc đo lường này không tính đến cường độ tham gia quản lý vi mô của nhà nước trong những ngân hàng mà nhà nước không sở hữu. Tuy nhiên, bảng 2.1 cũng trình bày được một bộ sưu tập tỷ trọng các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước trong tổng tài sản ngân hàng đối với một số quốc gia chọn lọc. Lưu ý rằng số đo này vẫn cho thấy rằng, tính đến giữa thập niên 90, công cuộc tự do hoá vẫn còn nhiều điều phải làm.

BẢNG 2.1 Tỷ trọng của ngân hàng quốc doanh trong tổng tài sản ngân hàng (phần trăm)

<i>Đất nước hay nền kinh tế</i>	<i>Một năm trước khi cải cách</i>	<i>Năm gần đây nhất</i>
Đông Á		
Hong Kong	N/A	0
Indonesia	76	40
Hàn Quốc	81	32
Malaysia	N/A	8
Philippines	28	22
Singapore	N/A	16
Đài Loan	78	58
Thái Lan	N/A	19
Châu Mỹ La tinh		
Argentina	52	39
Brazil	50	48
Chile	100	14
Colombia	N/A	23
Mexico	100	18

¹⁵ Tìm đọc ấn bản của Demirguc-Kunt và Levine (1998) và Kane (1998).

Venezuela	N/A	30
Trung đông và châu Phi		
Ai Cập	50+	50+
Israel	90	N/A
Nam Phi	0	0
Thổ Nhĩ Kỳ	50	48
Nam Á		
Bangladesh	74	68
Ấn Độ	90	87
Nepal	85	64
Pakistan	89	63
Sri Lanka	82	70

N/A: Không có số liệu

Nguồn: Williamson và Mahar (1999), bảng 2.3.

Chính phủ các nước cũng có thể cố tình hạn chế sự phát triển của thị trường chứng khoán. Ví dụ như ở Nhật Bản, trái phiếu công ty trong nước và thương phiếu thực chất bị cấm đoán cho đến giữa thập niên 80. Rõ ràng, những phương án huy động vốn khác với việc vay mượn ngân hàng có thể làm xói mòn mong muốn kiểm soát dòng vốn của chính phủ. Nhưng cách làm này chỉ có tác dụng nếu bản thân các công ty vẫn bị ràng buộc trong phạm vi biên giới quốc gia. Chính sự tiếp cận với thị trường chứng khoán toàn cầu của các công ty lớn Nhật Bản cuối cùng đã xói mòn sự kiểm soát của chính phủ đối với việc phân bổ vốn trong những năm 1980.¹⁶

Những trở ngại tự nhiên đối với việc tài trợ thông qua thị trường chứng khoán cũng có thể dữ dội như hàng rào ngăn cản của chính phủ đối với việc tham gia hoạt động tài chính. Để vận hành hữu hiệu, bản thân các tổ chức giao dịch và các tổ chức môi giới trên thị trường tài chính cần phải được tiếp cận với tín dụng ngân hàng.¹⁷ Vì vậy, trong một hệ thống tài chính bị ức chế, sự thiếu vắng tín dụng ngân hàng có thể làm cho các thị trường chứng khoán nội địa khó vận hành được.

Một trở ngại tự nhiên khác cho sự phát triển của thị trường chứng khoán liên quan đến chi phí thông tin và giao dịch, làm hạn chế việc huy động vốn thông qua thị trường chứng khoán. Việc chào bán chứng khoán nói chung được dành cho những công ty đã từng trải và dày dặn với rủi ro tín dụng – những doanh nghiệp đã xây dựng được hồ sơ tín dụng như khách hàng của ngân hàng hay của các nhà đầu tư vốn mạo hiểm. Để một công ty có thể thu hút công chúng như một đơn vị phát hành cổ phiếu, các tài khoản của công ty phải đáng tin cậy, ban giám đốc và cơ cấu quản lý giám sát công ty phải được công chúng nhận thấy là vững chắc. Trong số các công ty công nghiệp chế tạo của Hoa Kỳ vào đầu thập niên 90, chỉ có khoảng 3.000 công ty có vốn cổ phần được mua bán cho công chúng. Thị trường trái phiếu đại chúng thậm chí còn chọn lọc hơn. Trong số 3.226 công ty công nghiệp mua bán trái phiếu công chúng theo cơ sở dữ liệu Compistat

¹⁶ Tìm đọc tổng quan về sự tiến triển của trái phiếu phát hành ở Nhật Bản và sự cạnh tranh giữa huy động vốn bằng trái phiếu và thông qua ngân hàng trong tư liệu của Hoshi, Kashya và Scharfstein (1990) và Campbell và Hamao (1994).

¹⁷ Tiền gửi liên ngân hàng tại các ngân hàng Thành phố New York vào thế kỷ 19 (nhờ vào vị trí của New York như một trung tâm thương mại) đã cho phép New York vượt hẳn Boston trên cương vị một địa điểm của các thị trường vốn của Mỹ.

từ năm 1985 đến 1991, có đến 2.684 công ty không được xếp hạng trái phiếu đại chúng.¹⁸ Vì thế, thậm chí nếu các thị trường chứng khoán nước ngoài và nội địa có thể tài trợ cho những công ty vững vàng nhất, lớn nhất, vẫn còn một thời kỳ khó khăn để tài trợ cho những công ty non trẻ hơn, nhỏ hơn, mà lại thường là động lực tăng trưởng tại các nền kinh tế đang phát triển. Như vậy, gánh nặng ức chế tài chính đặc biệt rơi vào những thành phần mà thường là khu vực năng động nhất của nền kinh tế.¹⁹

6. Các biện pháp hạn chế dòng vốn

Gần như theo định nghĩa, các đất nước thị trường mới nổi là nơi có những cơ hội đầu tư cao. Việc tiếp cận với thị trường tài chính toàn cầu làm giảm chi phí tài trợ và giúp các doanh nghiệp tại các thị trường tài chính mới nổi tranh thủ được các cơ hội đầu tư. Chi phí tài trợ của một công ty có thể được chia thành hai thành phần: lãi suất cơ bản (lãi suất phi rủi ro) trong nền kinh tế, và một khoản phí đền bù rủi ro mà công ty phải trả ngoài khoản lãi suất cơ bản đó, phản ánh sự đòi hỏi của thị trường cho việc gánh chịu rủi ro mà công ty tạo ra. Các dòng vốn nước ngoài vào làm giảm cả hai thành phần trong chi phí tài trợ của công ty. Trước tiên, sự hội nhập thị trường vốn dẫn đến sự hội tụ lãi suất của tài sản phi rủi ro, khi tiền tiết kiệm chảy đến những thị trường có cơ hội cao hơn so với trong nước. Thứ hai, sự hội nhập thị trường vốn cho phép các nhà đầu tư đa dạng hoá hoạt động đầu tư, làm giảm khoản phí đền bù rủi ro trong cơ cấu chi phí tài trợ. Những công ty tại các thị trường tài chính mới nổi từng dựa vào các nhà đầu tư trong nước với danh mục đầu tư tương đối không đa dạng hoá giờ đây có thể huy động vốn từ các nhà đầu tư nước ngoài đa dạng hoá hơn, nên cũng đòi hỏi một khoản phí đền bù rủi ro thấp hơn để tài trợ cho rủi ro của các công ty tại các thị trường tài chính mới nổi này. Các nghiên cứu về tác động của toàn cầu hoá đối với chi phí tài trợ của các công ty tại các thị trường tài chính mới nổi có xu hướng tìm thấy những ảnh hưởng đáng kể từ cả hai nguồn.²⁰

Chính phủ có thể hạn chế sự gia nhập thị trường tài chính bằng cách đặt ra bất kỳ loại thuế nào trong những loại thuế công khai hay ngầm ẩn đối với dòng vốn vào. Các nhà kinh tế học và các quan chức chính phủ đôi khi biện hộ rằng những khoản thuế đối với dòng vốn vào này là một phương tiện hỗ trợ chính sách ngoại hối của đất nước. Ví dụ, nhiều người lo sợ rằng các dòng vốn vào nhiều quá có thể đẩy mạnh tình trạng bùng nổ kinh tế không bền vững mà cuối cùng sẽ dẫn đến sự thu hẹp hoạt động kinh tế và sụp đổ tỷ giá hối đoái khi các dòng vốn nước ngoài tháo lui.²¹ Các dòng vốn vào khổng lồ những năm 90, từng ồ ạt chảy vào rồi lại tuôn ra khỏi các thị trường tài chính mới nổi, đã khiến cho nhiều quan chức và các nhà kinh tế học hoài nghi về công trạng của việc tự do lưu thông vốn quốc tế.

Những người khác lập luận rằng các dòng vốn vào có thể giúp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và làm tăng động cơ cải cách nhanh chóng (để được tiếp cận vốn). Hơn nữa, những người ủng hộ các thị trường vốn thông thoáng lập luận rằng thuế đối với dòng vốn ngắn hạn là không cần thiết khi có kỹ cương giám sát của thị trường – nghĩa là, bao lâu mà người vay không được miễn nhiệm trước những chi phí phát sinh từ những rủi ro mà họ đã mạo hiểm chấp nhận, người vay và người cho vay sẽ không theo đuổi những dòng vốn không bền vững. Nhìn từ quan điểm này, sự trợ cấp của chính phủ giúp cách ly người vay trong nước ra khỏi rủi ro vỡ nợ nước ngoài, cũng chính là thủ phạm chính gây ra tình trạng vay mượn nước ngoài thái quá. Cuối cùng, những

¹⁸ Calomiris, Himmelberg, và Wachtel (1995).

¹⁹ Tìm đọc bằng chứng trong tư liệu của Schiantarelli và những người khác (1994) và Rajan và Zingales (1996).

²⁰ Henry (2000) và Bekaert và Harvey (2000).

²¹ McKinnon (1993) và McKinnon và Pill (1996).

người phê phán các biện pháp kiểm soát vốn lập luận rằng việc kiểm soát vốn không thể dễ dàng cưỡng chế thi hành trong thế giới ngày nay, và do đó không còn là một phương án chính sách thực tế nữa.²²

Các biện pháp kiểm soát vốn phổ biến tràn lan ở tất cả các nước trong thời kỳ Bretton Woods với tỷ giá hối đoái cố định (1948-1973). Hầu hết các biện pháp kiểm soát tại các nước công nghiệp này đã được dỡ bỏ sau năm 1973, khi tỷ giá hối đoái bắt đầu được thả nổi. Tuy nhiên, các biện pháp này vẫn còn tồn tại trong thập niên 1970 tại nhiều nước đang phát triển, đặc biệt những nước ra sức duy trì tỷ giá hối đoái cố định hay bán cố định. Phần lớn các biện pháp kiểm soát này đã được nói lỏng đáng kể hoặc được bãi bỏ trong thời kỳ tự do hoá bắt đầu vào cuối thập niên 80.

Tuy nhiên, điều đáng lưu ý là: bất chấp những biến động của các thị trường vốn mới nổi vào thập niên 90, hiếm có quốc gia nào thực sự thực hiện các biện pháp kiểm soát vốn mới. Ngoại lệ đáng kể là Chile, mà từ năm 1992 đến 1998 đã quy định rằng 30 phần trăm dòng vào danh mục và ngân hàng phải được ký gửi mà không hưởng lãi tại ngân hàng trung ương trong một năm. Tuy nhiên, năm 1998, Chile đã giảm mức dự trữ bắt buộc này xuống bằng không trên cơ sở là cần có nhiều vốn nước ngoài hơn.

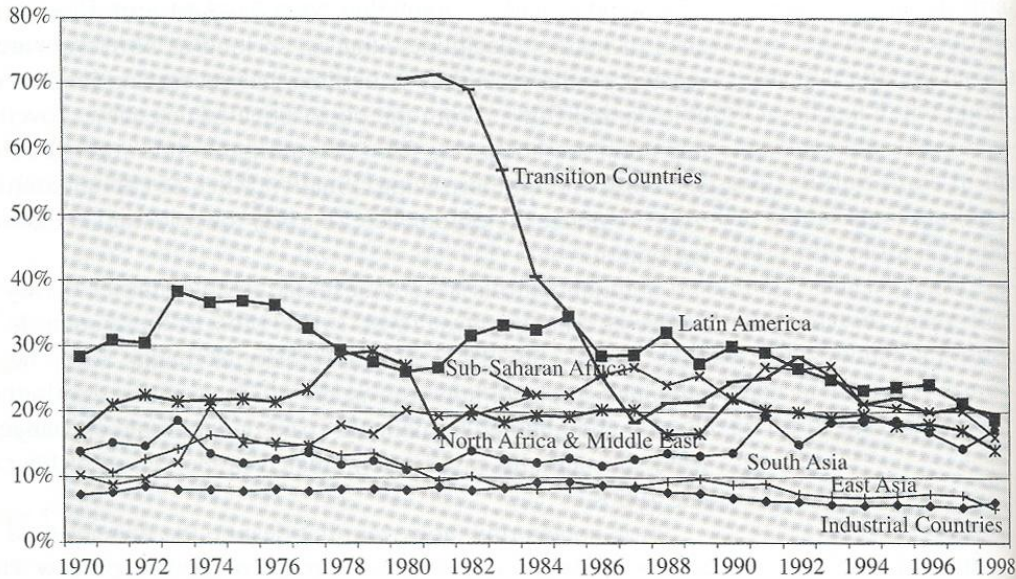
Tương tự, Malaysia ban hành một số qui định hạn chế nghiêm ngặt đối với dòng vốn ra vào năm 1998, nhưng chưa đầy một năm sau đã bãi bỏ hay giảm bớt phần lớn các qui định này. Sự thật là nhiều nước đang phát triển cần có vốn, và việc hạn chế dòng vốn xem ra là một liều thuốc còn tệ hại hơn là chính bản thân căn bệnh (vì tình trạng bất ổn). Vào tháng 8 năm 1999, Brazil tiếp bước những nước này và huỷ bỏ thuế đối với dòng vốn vào ngắn hạn với niềm hy vọng tiếp cận nhiều hơn với nguồn vốn nước ngoài.

Tuy nhiên, các biện pháp kiểm soát vốn vẫn còn là một đặc điểm của các nước đang phát triển thu nhập thấp, và là một hình thức ức chế tài chính mà vẫn còn có xu hướng chiếm ưu thế tại các nước châu Phi, Trung Đông, và Nam Á. Kiểm soát vốn có thể có nhiều hình thức khác nhau và vốn dĩ khó mà xác định một cách định lượng. Chúng ta sẽ xem lại vấn đề này trong chương 8.

Đo lường tình trạng ức chế tài chính

Bây giờ chúng ta chuyển sang vấn đề đo lường mức độ ức chế tài chính hay phát triển tài chính. Một số yếu tố dễ dàng định lượng hơn so với những yếu tố khác. Tỷ lệ dự trữ hiệu dụng là một trong những đại lượng dễ xác định nhất; chúng ta chỉ cần chia lượng dự trữ của ngân hàng cho lượng tiền gửi ngân hàng. Hình 2.3 trình bày số đo này bình quân cho các vùng chủ yếu từ năm 1970 đến 1998. Ở đâu ta cũng thấy xu hướng chung là hướng tới những tỷ lệ dự trữ ngày càng thấp hơn. Lưu ý rằng các nền kinh tế chuyển đổi bắt đầu từ một cơ sở ức chế tài chính sâu sắc hơn bất kỳ nhóm nước nào khác, cho dù tỷ lệ dự trữ của họ đã giảm đến mức ngang với hầu hết các khu vực khác vào giữa thập niên 80. Châu Mỹ La tinh, với tỷ lệ dự trữ đã giảm từ 40 phần trăm còn khoảng 20 phần trăm vào năm 1998, là khu vực có tỷ lệ dự trữ cao nhất thế giới chứ không phải các nền kinh tế chuyển đổi trong gần hết thời kỳ từ năm 1970 đến 1998.

²² Edwards (1999).

HÌNH 2.3**Dự trữ của ngân hàng/tiền gửi ngân hàng theo vùng**

Transition countries: Các nước chuyển đổi

Latin America: Châu Mỹ La tinh

Sub-Saharan Africa: Châu Phi cận Sahara

North Africa and Middle East: Bắc Phi và Trung Đông

South Asia: Nam Á

East Asia: Đông Á

Industrial countries: Các nước công nghiệp

Trong thời kỳ 1970-1980, tỷ lệ dự trữ của Đông Á giảm từ nhóm nước đang phát triển hướng tới các nước công nghiệp. Các nước công nghiệp bình quân giảm tỷ lệ dự trữ từ khoảng 10 phần trăm còn chừng 5 phần trăm trong giai đoạn 1984-1994, với Đông Á cũng đi theo lộ trình tương tự. Bảng 2.A1 phần Phụ lục sẽ trình bày các số đo tỷ lệ dự trữ theo từng nước vào năm 1998.

Trong khi các biện pháp hạn chế lãi suất tiền gửi khó mà định lượng được, chúng ta vẫn có thể quan sát ảnh hưởng của những biện pháp hạn chế này thông qua xác định *lãi suất thực*; nghĩa là, ta xác định xem thử khả năng mua hàng hoá và dịch vụ thực của người tiết kiệm sẽ tăng lên hay bị mất đi bao nhiêu như hệ quả của việc tiết kiệm.²³ Một cách lý tưởng, chúng ta sẽ điều chỉnh lãi suất tiền gửi danh nghĩa theo lạm phát kỳ vọng trong một thời hạn nhất định. Nhưng vì người ta không thể quan sát được các giá trị kỳ vọng và thậm chí cũng không thể ước lượng được nếu không có các số liệu điều tra, cho nên thay vì thế, ta sử dụng lạm phát *xảy ra thực tế* trong các số đo về lãi suất thực của chúng ta. Sự kiện là lạm phát thực tế có thể khác biệt đáng kể

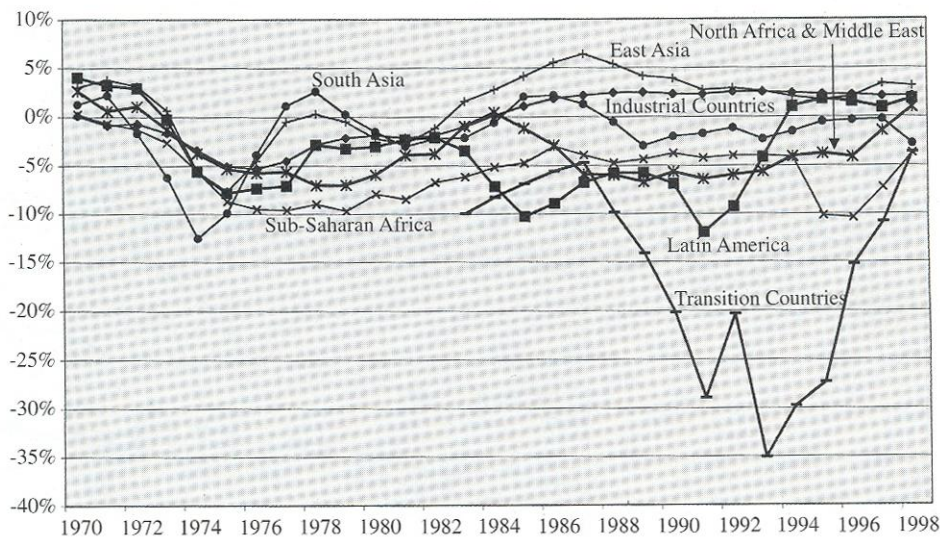
²³ Xem giải thích chi tiết về lãi suất thực trong chương 6, phần “Tác động của lạm phát đối với thị trường nợ”.

so với lạm phát kỳ vọng tạo ra khá nhiều độ nhiễu trong số đo này. Một nguồn khác gây ra sự bất thường trong số liệu này, đặc biệt trong các nền kinh tế siêu lạm phát, là tình trạng không khớp về thời điểm của các số đo lãi suất tiền gửi và các số đo lạm phát, khiến đôi khi dẫn đến những mức lãi suất thực lớn một cách không thể tin được.

Chúng ta cố gắng giảm nhẹ vấn đề nhiễu này thông qua sử dụng bình quân di động ba năm cho lãi suất thực của từng nước trong cơ sở dữ liệu IFS.²⁴ Hình 2.4 trình bày bình quân số đo này theo khu vực địa lý trong thời kỳ 1970-1998. Lưu ý rằng có nhiều khu vực trải qua nhiều năm nằm dưới đường zero; nghĩa là lãi suất thực có giá trị âm hết sức phổ biến và dai dẳng. Độ sâu của ỨC CHẾ TÀI CHÍNH trong các quốc gia chuyển đổi cho đến những năm cuối cùng của thế kỷ một lần nữa vẫn thể hiện là nhóm nằm ngoài một cách rõ rệt, dù vậy, về số đo này, sự ỨC CHẾ TÀI CHÍNH lại tệ nhất trong suốt thời gian chuyển đổi ra khỏi hệ thống kinh tế kế hoạch tập trung, 1989-1996. Châu Phi cận Sahara có lãi suất thực liên tục nằm trong phạm vi từ -10 phần trăm cho đến 0 phần trăm trong suốt ba thập niên. Đến năm 1998, chỉ có các nước chuyển đổi, châu Phi cận Sahara và Nam Á vẫn còn nằm trong vùng lãi suất thực có giá trị âm.

HÌNH 2.4

Lãi suất thực theo khu vực



South Asia: Nam Á

East Asia: Đông Á

North Africa & Middle East: Bắc Phi và Trung Đông

Industrial countries: Các nước công nghiệp

Sub-Saharan Africa: Châu Phi cận Sahara

Latin America: Châu Mỹ La tinh

Transition countries: Các nước chuyển đổi

²⁴ Công thức là: lãi suất thực = $(1 + \text{lãi suất tiền gửi}) / (1 + \text{tỷ lệ lạm phát}) - 1$, bình quân trong ba năm tiếp theo và bao gồm năm gắn liền với số đo.

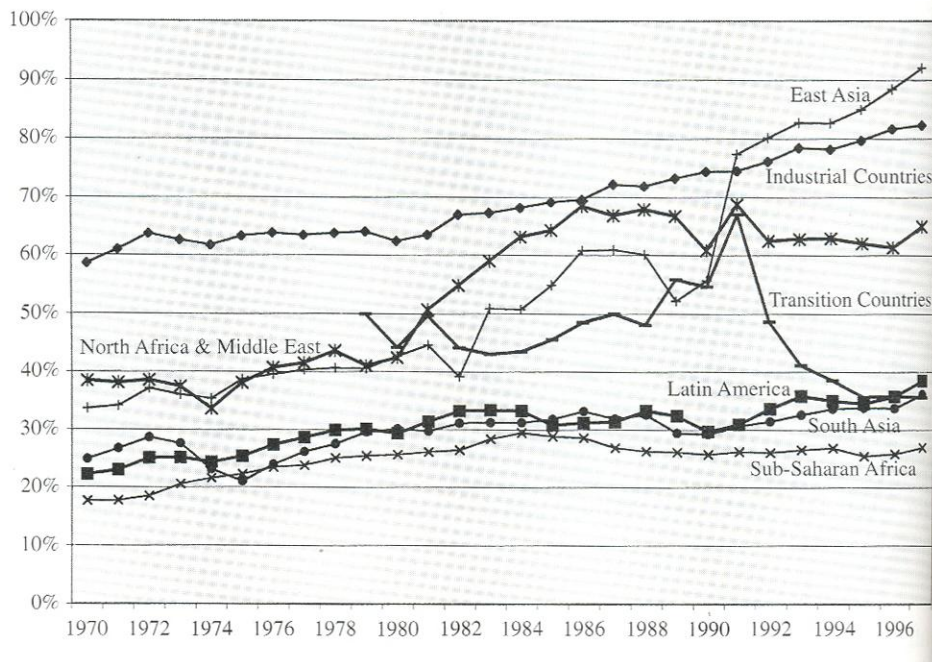
Châu Mỹ La tinh, Bắc Phi và Trung Đông có lãi suất thực nằm trong phạm vi từ -10 phần trăm đến 0 phần trăm cho đến khi tự do hoá tài chính bùng lên vào thập niên 90, giúp đưa các khu vực này lên đến mức lãi suất thực của các nước công nghiệp và Đông Á, vốn có lãi suất thực dương liên tục từ cuối thập niên 70, khi lạm phát thực tế vượt lên lạm phát kỳ vọng, đẩy số đo giảm xuống đối với tất cả các nước. Số đo bình quân di động của lãi suất thực ba năm theo từng nước cho đến năm 1998 được trình bày trong bảng 2.A1 phần Phụ lục.

Lý lẽ biện minh duy nhất là những người tiết kiệm tư nhân đã chống lại việc đánh thuế hệ thống ngân hàng thông qua trần lãi suất tiền gửi và dự trữ bắt buộc bằng cách giữ của cải dưới dạng tiền gửi ngân hàng càng ít càng tốt. Do đó, hệ quả của việc đánh thuế ngân hàng là cung tín dụng và việc sử dụng tiền (tiền gửi ngân hàng và tiền mặt) bị hạn chế đến mức tối thiểu. Để thể hiện được ảnh hưởng này, chúng ta trình bày số đo lượng tiền nắm giữ tương đối giữa các nước, đó là tỷ số nghĩa vụ thanh khoản (M3) trên GDP.²⁵ Số đo thanh khoản này sẽ gắn liền với sự phát triển kinh tế và tài chính nhiều hơn.

Hình 2.5 trình bày sự phân phối số đo thanh khoản theo khu vực từ năm 1970 đến 1998. Trong thập niên 70, hầu hết các khu vực đang phát triển đều hết sức giống nhau, với độ thanh khoản từ 20 phần trăm đến 40 phần trăm GDP, trong khi các nước công nghiệp có mức tài sản thanh khoản cao hơn gần gấp đôi. Tuy nhiên, trong thập niên 80 và 90, Đông Á, Bắc Phi và Trung Đông đạt được những cải thiện đáng kể về độ sâu tài chính. Cụ thể như Đông Á có độ thanh khoản tăng vọt và vượt qua độ thanh khoản của các nước công nghiệp, lên đến hơn 90 phần trăm GDP vào cuối những năm 90.

HÌNH 2.5

Độ thanh khoản (M3/GDP) theo khu vực



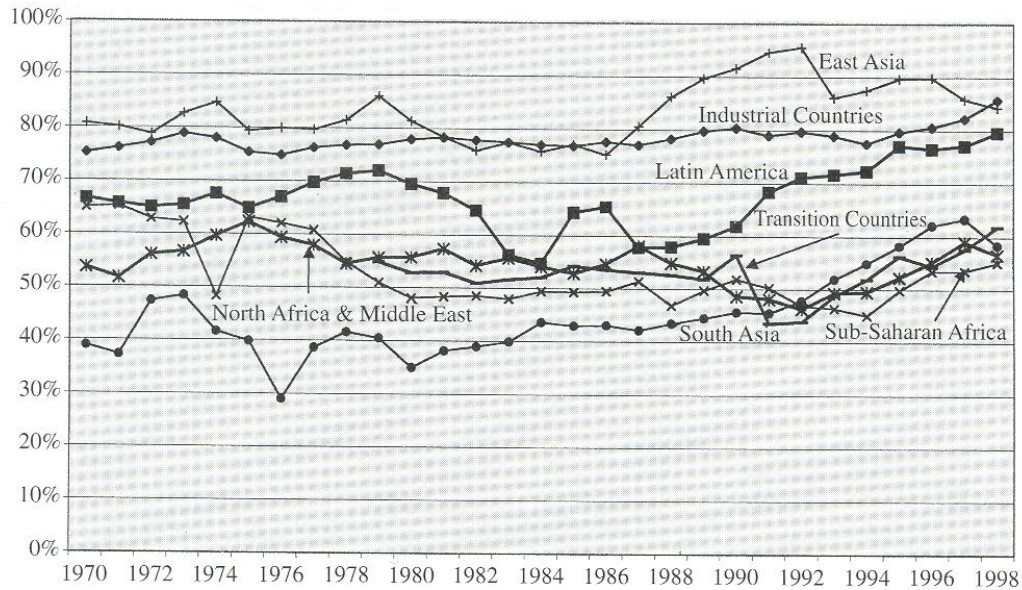
²⁵ Theo King và Levine (1993b), nếu M3 không có sẵn thì sử dụng M2.

*South Asia: Nam Á**East Asia: Đông Á**North Africa & Middle East: Bắc Phi và Trung Đông**Industrial countries: Các nước công nghiệp**Sub-Saharan Africa: Châu Phi cận Sahara**Latin America: Châu Mỹ La tinh**Transition countries: Các nước chuyển đổi*

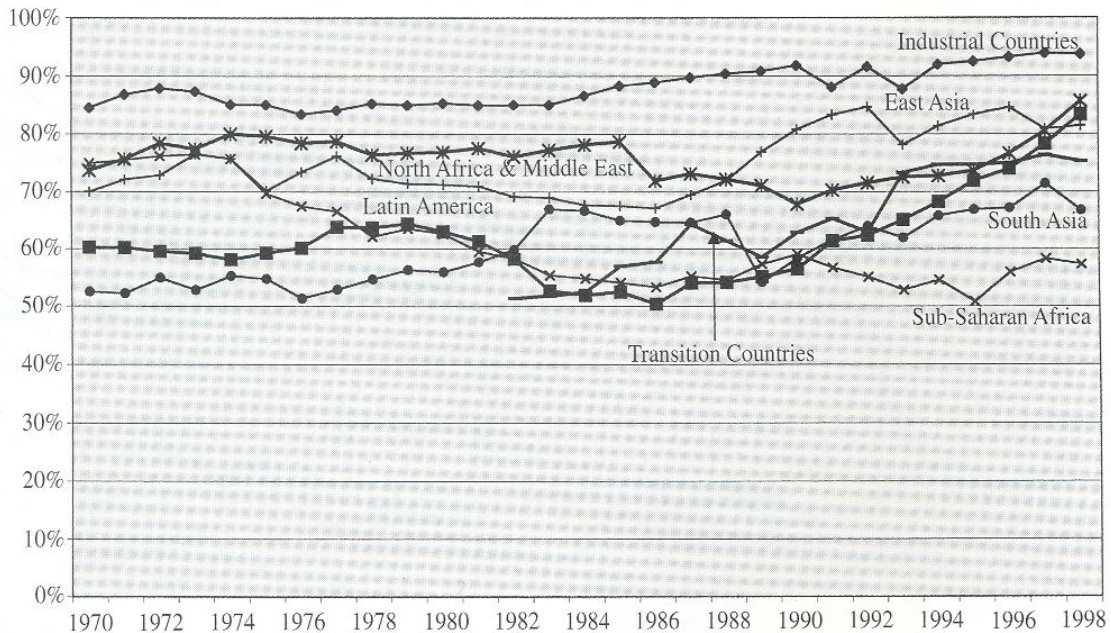
Về số đo này, châu Mỹ La tinh trì trệ hơn, vẫn nằm dai dẳng ở mức của Nam Á và chỉ ít nhiều vượt lên trước châu Phi cận Sahara. Các nền kinh tế chuyển đổi một lần nữa tỏ ra khác biệt cơ bản so với các nhóm nước khác, độ thanh khoản tăng cho đến 1993 rồi sụp đổ chỉ còn gần bằng mức của châu Mỹ La tinh và Nam Á. Phần Phụ lục sẽ trình bày các số đo tính thanh khoản theo từng nước vào năm 1998.

Việc đo lường cường độ tham gia của chính phủ vào quá trình cho vay thì phần nào khó khăn hơn, đặc biệt khi chính phủ tác động thông qua việc hướng dẫn và thuyết phục. Chúng ta đưa ra hai số đo, một liên quan đến việc vay mượn và một liên quan đến việc cho vay. Số đo vay mượn cho ta tỷ số tín dụng trong nước dành cho thành phần tư nhân. Số đo cho vay cho ta tỷ số tài sản ngân hàng thương mại trên tổng tài sản ngân hàng thương mại và ngân hàng trung ương. Số đo này được xây dựng nhằm thể hiện tầm quan trọng của việc cho vay tư nhân so với cho vay chính phủ.

Tỷ trọng vay mượn của thành phần tư nhân trong thời kỳ 1970-1998 được biểu thị theo khu vực trong hình 2.6. Trong hầu hết thời kỳ này, Đông Á có tỷ lệ phần trăm vay mượn của thành phần tư nhân cao nhất so với bất kỳ khu vực nào. Đồng thời, tỷ số của Đông Á có thể phóng đại nhiều hơn thực tế mức độ kiểm soát tư nhân đối với vốn, vì bàn tay chỉ đạo của chính phủ đối với dòng vốn khu vực tư nhân không được thể hiện trong số đo này. Các nước công nghiệp cũng duy trì mức vay mượn tư nhân tương đối cao khoảng 20 phần trăm. Trong thập niên 80, châu Mỹ La tinh vượt lên từ nhóm các nước đang phát triển khác lên đến mức độ tương thích với các nước công nghiệp, phản ánh cường độ hoạt động tư nhân hoá ở châu Mỹ La tinh trong thập niên này. Vào cuối thập niên 90, tỷ trọng vay mượn của thành phần tư nhân ổn định trong một khoảng chung là từ 55 phần trăm đến 60 phần trăm trong tất cả các khu vực khác, thấp hơn nhiều so với Đông Á, các nước công nghiệp, và châu Mỹ La tinh.

HÌNH 2.6**Tỷ trọng vay mượn của thành phần tư nhân theo khu vực***South Asia: Nam Á**East Asia: Đông Á**North Africa & Middle East: Bắc Phi và Trung Đông**Industrial countries: Các nước công nghiệp**Sub-Saharan Africa: Châu Phi cận Sahara**Latin America: Châu Mỹ La tinh**Transition countries: Các nước chuyển đổi*

Hình 2.7 trình bày tỷ trọng ngân hàng thương mại trong tổng tài sản ngân hàng thương mại và tài sản ngân hàng trung ương từ năm 1970 đến 1998. Các nước công nghiệp đứng đầu số đo này, với các ngân hàng thương mại nắm giữ khoảng 94 phần trăm tổng tài sản, vì ngân hàng trung ương tại các nước công nghiệp chẳng làm gì nhiều hơn công tác quản lý chính sách tiền tệ. Đông Á tăng từ khoảng 70 phần trăm lên hơn 80 phần trăm khi các ngân hàng trung ương dần dần giảm bớt vai trò. Bắc Phi và Trung Đông cũng đạt được số đo cao, phản ánh tầm quan trọng của hoạt động ngân hàng quốc tế đối với khu vực. Châu Mỹ La tinh và các quốc gia đang chuyển đổi biểu thị sự gia tăng mạnh về số đo này trong thập niên 90 lên đến mức của Đông Á, Bắc Phi và Trung Đông, phản ánh sự xa rời hoạt động tín dụng theo chỉ đạo của chính phủ. Nam Á và châu Phi cận Sahara có số đo này tụt lại sau xu hướng tự do hoá của hầu hết các khu vực khác trong thập niên 90. Cả hai số đo vay mượn và cho vay được trình bày theo từng nước trong năm 1998 trong bảng 2.A1 phần Phụ lục.

HÌNH 2.7**Tỷ trọng cho vay của ngân hàng thương mại (so với ngân hàng trung ương) theo khu vực***South Asia: Nam Á**East Asia: Đông Á**North Africa & Middle East: Bắc Phi và Trung Đông**Industrial countries: Các nước công nghiệp**Sub-Saharan Africa: Châu Phi cận Sahara**Latin America: Châu Mỹ La tinh**Transition countries: Các nước chuyển đổi*

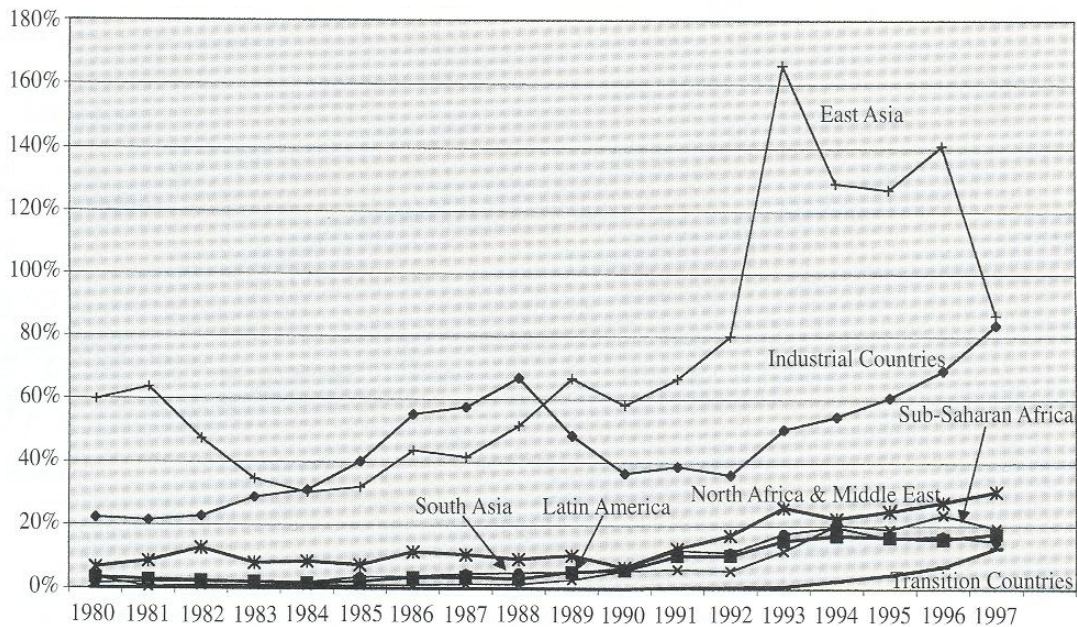
Số đo thứ sáu của chúng ta về ức chế và phát triển tài chính là qui mô tương đối của thị trường cổ phiếu. Các nhà kinh tế học đôi khi đánh giá thấp tầm quan trọng của một thị trường chứng khoán vận hành trôi chảy, vì vốn cổ phần đại chúng là nguồn vốn đầu tư chính chỉ tại một số nước phát triển mà thôi, và ngân hàng thống lĩnh hệ thống tài chính tại gần như toàn bộ các nền kinh tế đang phát triển. Tuy nhiên, thị trường cổ phiếu có tầm quan trọng vượt lên vai trò huy động vốn của nó: Sự hiện diện của giá cổ phiếu đại chúng tập trung sự chú ý của các giám đốc cũng như các nhà đầu tư về giá trị và sự tạo ra giá trị. Khái niệm các thị trường tài chính *mới nổi* gắn liền với các thị trường cổ phiếu và sự quan tâm vào giá trị. Hơn nữa, các nghiên cứu cho thấy rằng giá trị thị trường cổ phiếu có tương quan chặt chẽ với tăng trưởng kinh tế.²⁶ Các số liệu về tổng giá trị vốn hoá thị trường cổ phiếu không có trong IFS, vốn là nguồn gốc của hầu hết các số đo sử dụng trong chương này. Tuy nhiên, Công ty Tài chính Quốc tế đã theo dõi các thị trường cổ phiếu mới nổi trong một vài thập niên và đã công bố một số tay sự kiện hàng năm với giá trị vốn hoá thị trường và nhiều số liệu khác nữa.²⁷ Chúng ta trình bày *giá trị thị trường* là tỷ

²⁶ Levine và Zervos (1998).²⁷ Công ty Tài chính Quốc tế (1999).

số giá trị vốn hoá thị trường so với GDP cho chuỗi này. Các tỷ số này được biểu thị trên đồ thị cho các khu vực chính trong những năm 80 đến 1997 qua hình 2.8.

HÌNH 2.8

Vốn hoá thị trường cổ phiếu / GDP theo khu vực



South Asia: Nam Á

East Asia: Đông Á

North Africa & Middle East: Bắc Phi và Trung Đông

Industrial countries: Các nước công nghiệp

Sub-Saharan Africa: Châu Phi cận Sahara

Latin America: Châu Mỹ La tinh

Transition countries: Các nước chuyển đổi

Hình 2.8 đưa ra một góc nhìn mới về phát triển tài chính theo khu vực. Đông Á xem ra là khu vực dẫn đầu về số đo này trong suốt thập niên 90. Số đo này lên đến đỉnh cao hơn 160 phần trăm vào năm 1993 rồi giảm dần cho đến mức của các nước công nghiệp vào cuối năm 1997. Về số đo giá trị thị trường, Đông Á là khu vực gần như ngang hàng với các quốc gia công nghiệp, ngay cả vào cuối năm 1997 khi vụ sụp đổ tài chính Đông Á bắt đầu. Trong khi đó, số đo của nhóm nước công nghiệp tăng trưởng đều trong suốt thập niên 90. Bắc Phi và Trung Đông gây ấn tượng nhất trong các khu vực thị trường mới nổi thể hiện qua giá trị vốn hoá thị trường cổ phiếu vào khoảng 30 phần trăm GDP, trong khi các khu vực khác hầu như hội tụ trong phạm vi từ 15 phần trăm đến 20 phần trăm.

Sáu số đo phát triển tài chính này được tóm tắt trong bảng 2.2. Mỗi số đo, hay một biến thể của nó, đã được một số nhà kinh tế học nhận thấy là hữu ích khi nghiên cứu về phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế, và chúng ta sẽ tóm tắt các kết quả nghiên cứu của họ trong phần kế

tiếp. Tuy nhiên, từng đại lượng này chỉ có ý nghĩa như một chỉ báo thô sơ cho sự phát triển tài chính mà thôi, và việc xem xét riêng lẻ từng số đo có thể dễ dàng dẫn đến một tín hiệu sai lầm.

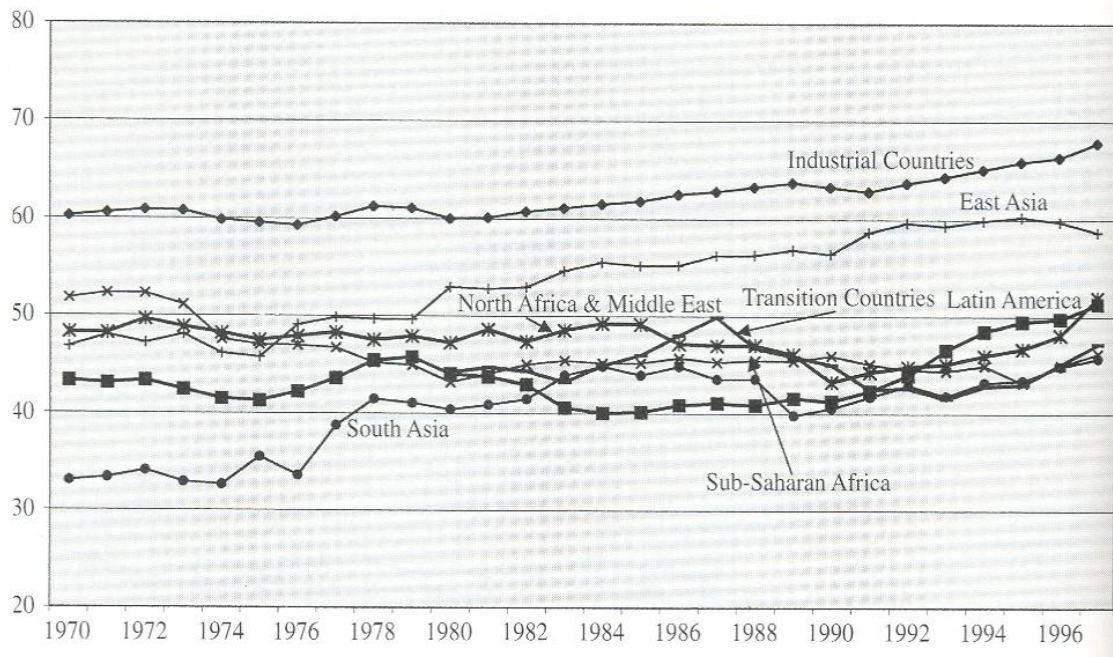
BẢNG 2.2 Sáu đại lượng đo lường ức chế tài chính và phát triển tài chính

Tỷ lệ dự trữ	Dự trữ ngân hàng / Tiền cộng với tương đương tiền (M2) trừ cho tiền giữ bên ngoài ngân hàng
Lãi suất thực	Lãi suất danh nghĩa hàng năm của tiền gửi ngân hàng (i) điều chỉnh theo lạm phát thực tế hàng năm (π): $r = (1 + i)/(1 + \pi) - 1$
Độ thanh khoản	Nghĩa vụ thanh khoản ngắn hạn (M3 nếu có, nếu không thì dùng M2)/GDP
Vay mượn tư nhân	Sản quyền đối với khu vực tư nhân / Tổng tín dụng trong nước
Cho vay của ngân hàng	Tài sản ngân hàng tiền gửi / Tài sản ngân hàng tiền gửi cộng tài sản ngân hàng trung ương
Giá trị thị trường	Tổng giá trị vốn hoá thị trường cổ phiếu / GDP

Một đại lượng kết hợp đo lường sự phát triển tài chính sẽ đỡ nhạy cảm hơn trước những sai số ảnh hưởng đến từng đại lượng riêng biệt. Do đó, sẽ rất hữu ích nếu ta kết hợp sáu số đo này vào một chỉ số duy nhất, để tóm tắt vị trí của một đất nước trong dãy trạng thái đi từ ức chế tài chính hoàn toàn cho đến phát triển tài chính hoàn toàn, và xác định mức độ đóng góp của phát triển tài chính cho tăng trưởng.

Để kết hợp các đại lượng trong bảng 2.2, ta đưa từng đại lượng vào một thang đo từ 0 đến 100 (tính đến việc các số đo là các chỉ báo dương hay âm cho tình trạng ức chế tài chính) theo một cách thức sao cho giá trị bình quân giữa tất cả các nước trong giai đoạn 1970-1998 vào khoảng 50 và độ lệch chuẩn vào khoảng 20, và qua đó, một con số lớn hơn sẽ có ý nghĩa là phát triển tài chính nhiều hơn và ức chế tài chính ít hơn. Sau đó, sáu số đo này sẽ được lấy bình quân đơn giản để cho ta một số đo chung về phát triển và ức chế tài chính. Phương pháp thực hiện các phép tính này, và các kết quả theo từng quốc gia sẽ được mô tả chi tiết hơn trong phần Phụ lục chương này.

Chỉ số ức chế tài chính hay phát triển tài chính theo từng quốc gia được liệt kê trong phần Phụ lục, bảng 2.A2, cho năm 1970, 1990, và 1997. Các số đo này được tóm tắt theo khu vực trong bảng 2.3 và được biểu diễn trên đồ thị trong hình 2.9. Tính đến năm 1970, các quốc gia công nghiệp tự do về tài chính hơn nhiều (bình quân giá trị chỉ số là 60-70) so với bất kỳ nhóm nước nào khác. Trong thế giới đang phát triển, phần lớn các nước bị ức chế tài chính nhẹ (40-50), trong khi Nam Á (và rõ ràng là cả các quốc gia chuyển đổi, nếu ta có đủ số liệu) ức chế tài chính nghiêm ngặt (30-40).

HÌNH 2.9**Chỉ số ức chế tài chính và phát triển tài chính***South Asia: Nam Á**East Asia: Đông Á**North Africa & Middle East: Bắc Phi và Trung Đông**Industrial countries: Các nước công nghiệp**Sub-Saharan Africa: Châu Phi cận Sahara**Latin America: Châu Mỹ La tinh**Transition countries: Các nước chuyển đổi***BẢNG 2.3 Chỉ số ức chế tài chính và phát triển tài chính**

	1970	1990	1997	Thay đổi trong 27 năm
Các quốc gia công nghiệp	60,3	63,3	67,8	7,6
Đông Á	46,8	56,4	58,7	11,9
Bắc Phi và Trung Đông	48,3	43,3	52,0	3,7
Châu Mỹ La tinh	43,3	41,3	51,3	8,0
Các nước chuyển đổi	N/A	45,0	47,2	N/A
Châu Phi cận Sahara	51,8	46,0	46,2	-5,6
Nam Á	33,1	40,6	45,7	12,7

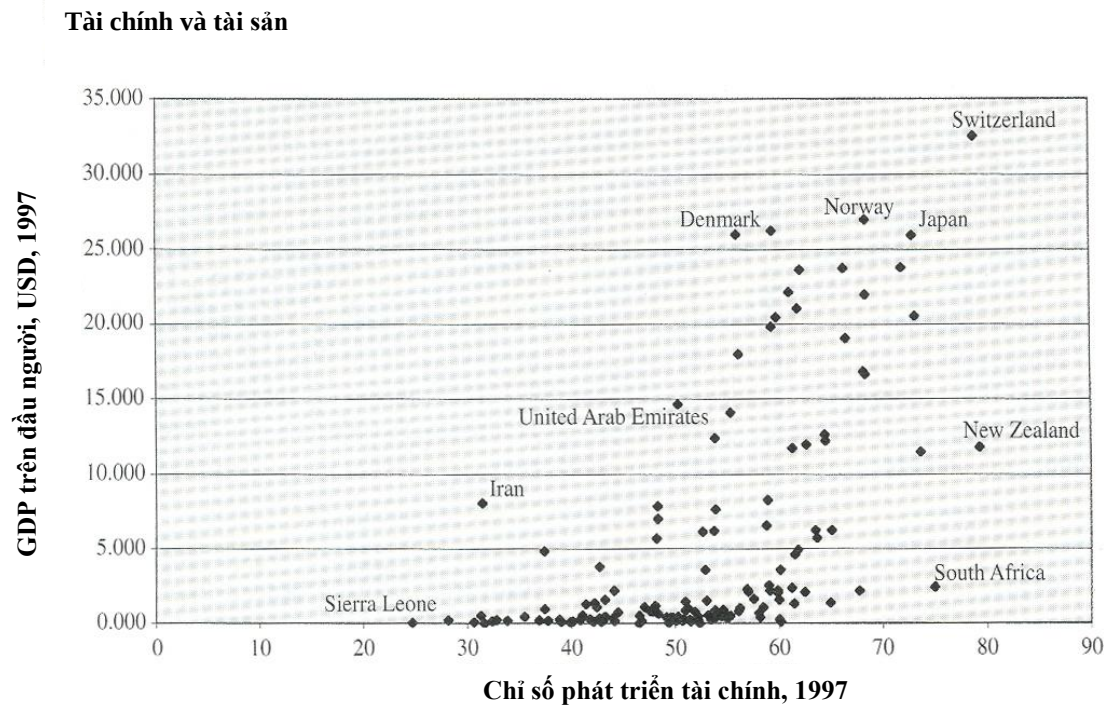
Nguồn: Xem Phụ lục.

Việc Đông Á trèo dần lên trạng thái tự do hoá của các nước công nghiệp diễn ra trên một đường cong từ từ, đều đặn. Đường cong bắt đầu tăng lên vào thập niên 80 rồi trườn dần lên, hướng đến mức 60. Nam Á cũng trèo dần tương tự, dừng lại, rồi lại trèo tiếp, nhưng nhóm nước này bắt đầu từ một điểm ức chế tài chính sâu sắc cho đến nỗi mãi đến giữa thập niên 90, chỉ mới vươn lên mức của châu Phi cận Sahara (0-45). Các quốc gia chuyển đổi cũng tiến bộ từ một cơ sở rất thấp, vươn lên gần như đến cùng một điểm như vậy. Châu Mỹ La tinh di chuyển sâu hơn vào ức chế tài chính trong thời kỳ khủng hoảng nợ thập niên 80, nhưng sau đó trèo lên rất nhanh vào thập niên 90, cũng như Bắc Phi và Trung Đông. Đặc biệt lưu ý là sự tiến bộ của hầu hết các khu vực hướng tới tự do hoá tài chính tiếp tục cho đến năm 1997, bất chấp khủng hoảng trong năm này, và những cuộc khủng hoảng ngay trước đó.

Những khu vực thu hút vốn nhiều nhất trong đầu thập niên 90 là những nơi đã có tự do hoá tài chính từ trước (Đông Á) hay đang tự do hoá nhanh chóng (châu Mỹ La tinh). Xem ra vốn bên ngoài được thu hút nhiều nhất đến những nơi có tự do hoá tài chính cao và /hay đang gia tăng tự do hoá tài chính. Sự phát triển nguồn vốn nội bộ đất nước – có lẽ là kết quả của môi trường kinh tế, chính trị, thể chế thuận lợi – cũng gắn liền với khả năng thu hút vốn bên ngoài nhiều hơn.

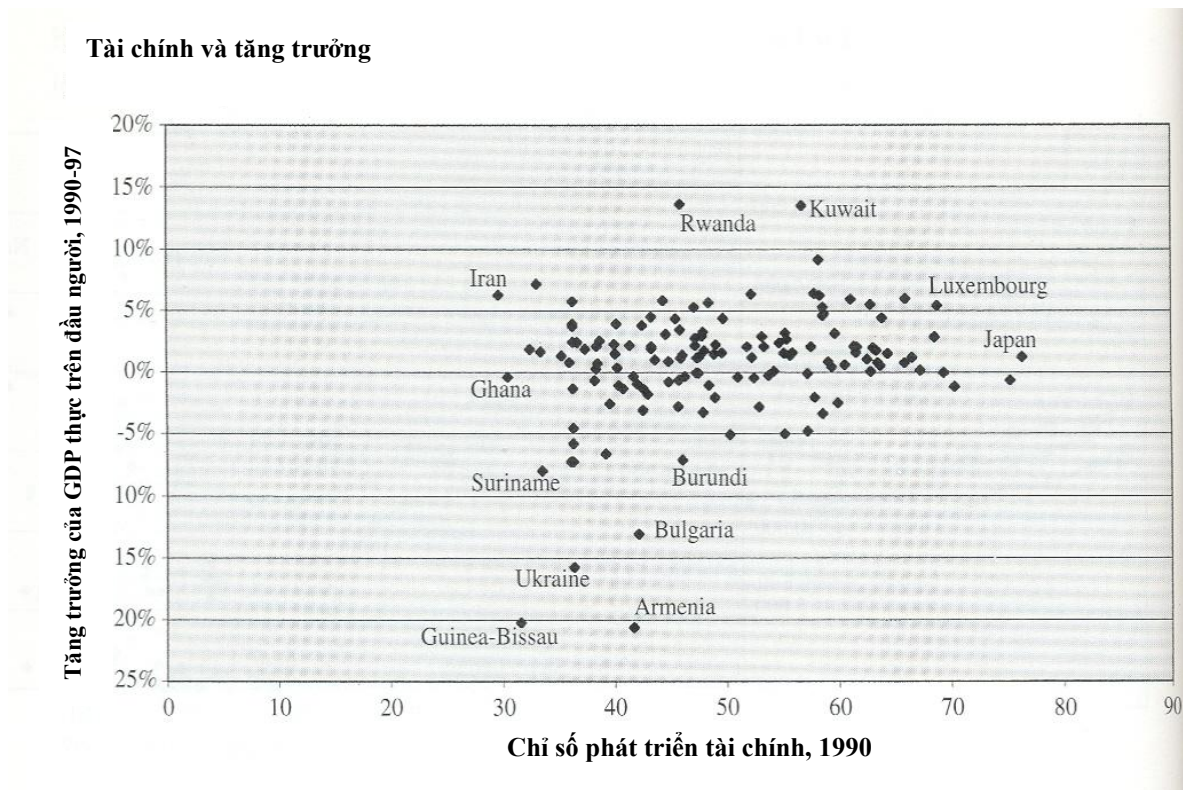
Phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế

Có một sự kết nối quan trọng giữa ức chế tài chính và mức độ hoạt động kinh tế hay của cải của đất nước. Hình 2.10 trình bày bằng đồ thị GDP trên đầu người năm 1997 so với chỉ số ức chế hay phát triển tài chính năm 1997 của các nước. Mối tương quan giữa của cải và phát triển tài chính khá rõ ràng, nếu không muốn nói là đồng nhất. Như ta thấy qua hình 2.10, chỉ có một nước có ức chế tài chính nghiêm ngặt (chỉ số nhỏ hơn 45) có GDP trên đầu người lớn hơn 5.000 USD. Tương tự, chỉ có ba nước có phát triển tài chính cao (chỉ số lớn hơn 70) có GDP trên đầu người nhỏ hơn 2.000 USD. Đồ thị xem ra nói rằng phát triển tài chính không phải là một điều kiện đủ cho của cải dồi dào (nghĩa là, có nhiều nước phát triển tài chính mà vẫn có của cải ít ỏi), nhưng mức của cải đáng kể không thể đạt được nếu không có một hệ thống tài chính tự do.

HÌNH 2.10

Nói một cách kỹ thuật hơn, hệ số tương quan giữa chỉ số và GDP trên đầu người là 0,58. Nếu chúng ta chạy hồi qui GDP trên đầu người theo chỉ số ức chế và phát triển tài chính, ta có R^2 là 0,34 và trị thống kê t của hệ số của chỉ số là 8,33, cho thấy mức ý nghĩa thống kê cao. Lẽ dĩ nhiên, phân tích này không hoàn chỉnh vì có những yếu tố khác dẫn đến của cải, và vì tính nhân quả có thể dễ dàng đảo ngược lại: Người ta có thể lập luận rằng phát triển tài chính phản ánh của cải chứ không phải tạo ra của cải. Vì lý do đó, việc xem xét kỹ hơn vai trò nguyên nhân của tài chính là điều chúng ta mong muốn.

Mối quan hệ giữa phát triển tài chính và phát triển kinh tế trong hình 2.10 được thể hiện qua mối quan hệ tương tự giữa phát triển tài chính và tăng trưởng (quá trình đạt được phát triển kinh tế) như trình bày trong hình 2.11. Hình này biểu thị các nước trên các đường kẻ ô liên hệ chỉ số phát triển tài chính trong năm 1990 với tỷ lệ tăng trưởng GDP thực trên đầu người trung bình hàng năm tiếp theo trong các năm 1990-1997. Tỷ lệ tăng trưởng được tính hàng năm cho từng nước theo công thức $(1 + g) / (1 + \pi) - 1$, trong đó g là tỷ lệ tăng trưởng hàng năm của GDP đo theo nội tệ và π là tỷ lệ lạm phát giá tiêu dùng theo nội tệ năm đó.

HÌNH 2.11

Có lẽ đặc điểm ấn tượng nhất của hình 2.11 là số quốc gia (52) có tỷ lệ tăng trưởng bình quân hàng năm của của cải thực có giá trị âm trong những năm 1990-1997. Ví dụ như phần lớn châu Phi cận Sahara đã thiệt hại nền tảng kinh tế suốt thập niên 90 (cho dù một vài nước như Rwanda và Gabon tăng trưởng nhanh chóng). Hầu hết các quốc gia chuyển đổi ở Trung và Đông Âu, và Trung Á gánh chịu tình trạng sa sút kinh tế khi tiến những bước đầu tiên hướng tới hệ thống kinh tế phi tập trung. Phần lớn Trung Mỹ và một phần Nam Mỹ không tham gia vào cơn bùng nổ thị trường mới nổi vào đầu thập niên 90. Một số nước như Mexico tăng trưởng nhanh chóng rồi bất thình lình lại trả lại những thành tựu họ đã đạt được.

Hình 2.11 thể hiện một xu hướng chung hướng lên về phía bên phải, cho thấy rằng sự phát triển tài chính bình quân cao hơn gắn liền với tăng trưởng kinh tế tiếp theo. Tuy nhiên, một số nước tăng trưởng nhanh chóng bất chấp tình trạng ức chế tài chính của họ (ví dụ như Iran). Điều này cho thấy rằng phát triển tài chính không phải là điều kiện cần cho tăng trưởng.

Về mặt thống kê, hệ số tương quan giữa chỉ số ức chế và phát triển tài chính và tăng trưởng tiếp theo của GDP thực trên đầu người là 0,28. Chạy hồi qui tăng trưởng theo chỉ số ta được R^2 bằng 0,08 và trị thống kê t của hệ số tăng trưởng là 3,50. Một lần nữa, phép hồi qui đơn giản này chỉ có tính chất gợi ý vì nhiều yếu tố khác cũng ảnh hưởng đến tăng trưởng. Các kết quả của các nghiên cứu thực nghiệm toàn diện hơn sẽ được trình bày dưới đây.

Trên lý thuyết, phát triển tài chính có dẫn đến phát triển kinh tế?

Trước khi chuyển sang các tư liệu thực nghiệm trong kinh tế học từng cố gắng gỡ rối mối quan hệ giữa phát triển tài chính và phát triển kinh tế, ta cũng nên xem thử vai trò nguyên nhân của tài chính trong phát triển kinh tế đã gây tranh luận như thế nào cho đến gần đây. Có lẽ cũng khá ngạc nhiên, dòng tư duy kinh tế chính cho đến giữa thập niên 70 vẫn cho rằng sự phát triển tài chính và các tổ chức tài chính không quan trọng gì lắm đối với tăng trưởng kinh tế. Quả thật, sự thiếu vắng vai trò nguyên nhân của các tổ chức tài chính trong phát triển kinh tế là một điểm nhất trí hiếm hoi giữa các nhà kinh tế học theo trường phái Keynes và các nhà kinh tế học cổ điển.

Trong các mô hình kinh tế học cổ điển, hoạt động kinh tế thực được xem như tách biệt với các vấn đề tài chính và tiền tệ; tài chính và tiền tệ chỉ phủ lên nền kinh tế thực như một “lớp mạng che mặt.” Theo quan điểm này, các giao dịch tài chính chỉ là những hoạt động thứ yếu. Trong các mô hình cổ điển, thị trường vốn có tính hiệu quả một cách hoàn hảo và mọi tác nhân đều có toàn bộ thông tin, cho nên các trung gian tài chính không có chức năng quan trọng gì cả. Tuy nhiên, kiểu tư duy này không giải thích được sự kiện là chính các trung gian tài chính chiếm tỷ trọng lớn trong GDP tại các quốc gia công nghiệp.

Lý thuyết kinh tế từ thập niên 30 đến thập niên 70 chịu nhiều ảnh hưởng của tư tưởng của John Maynard Keynes; trong các lý thuyết của ông, tiền tệ và lãi suất có ý nghĩa quan trọng hơn nhiều, nhưng thường là theo một ý nghĩa tiêu cực. Hơn nữa, trong các tác phẩm của ông, Keynes không bao giờ gán một tầm quan trọng to lớn cho vai trò hữu ích của các tổ chức tài chính, ngoại trừ lưu ý về sự xáo trộn mà một vụ sụp đổ hệ thống ngân hàng có thể gây ra.²⁸ Quả thật, Keynes ủng hộ việc đè nén lãi suất nhằm không khuyến khích việc giữ tiền. Theo ý nghĩa đó, Keynes là người ủng hộ ức chế tài chính.

Chúng ta nên nhớ rằng vấn đề chủ yếu của Keynes là giải thích độ sâu và thời hạn của tình trạng Đại Suy thoái những năm 30. Đây thật sự là một bài toán hóc búa, vì cách phân tích cổ điển cho rằng tình trạng suy thoái và đình đốn sẽ tự điều chỉnh như một trạng thái cân bằng mới tiến hoá sau một cú sốc nào đó. Keynes quan sát thấy các cá nhân và doanh nghiệp đang giữ những lượng tiền mặt lớn và không sẵn lòng thực hiện kiểu đầu tư vào những tài sản sản xuất mà có thể nhen nhóm lại nền kinh tế. Ông lập luận rằng dân chúng có một sở thích thái quá về tính thanh khoản.

Chính xác hơn, Keynes mặc nhiên công nhận rằng cầu tiền nhạy cảm trước lãi suất, và lãi suất có thể giảm đến một giới hạn dưới nhưng không thấp hơn nữa. Ở điểm này, (“chiếc bẫy thanh khoản”), tiết kiệm ở trạng thái toàn dụng lao động có thể vượt quá đầu tư ở trạng thái toàn dụng lao động. Chỉ khi nào lãi suất buộc phải hạ xuống thấp hơn nữa, thì mới kích thích được đầu tư.

Sự phá huỷ niềm ham muốn đầu tư do sở thích thanh khoản thái quá là một thảm hoạ đáng chú ý, là trở ngại cơ bản cho sự tăng trưởng của cải trong các thế giới cổ xưa và Trung cổ. Và lẽ tự nhiên như thế, những rủi ro và hiểm hoạ của đời sống kinh tế làm giảm hiệu quả biên của vốn trong khi những yếu tố khác làm tăng sở thích đối với tính thanh khoản. Do đó, trong một thế giới mà không ai cho là an toàn, gần như tất nhiên rằng lãi suất, trừ khi được khống chế bởi mọi công cụ tuý theo ý muốn của xã hội, sẽ tăng lên quá cao nên không còn đủ sức kích lệ đầu tư nữa.²⁹

²⁸ Keynes (1931). Tìm đọc thêm ấn bản của Minsky (1975).

²⁹ Keynes (1936), được trích dẫn trong ấn bản của Fry (1995), trang 11.

Có lẽ “mọi công cụ tùy theo ý muốn của xã hội” sẽ bao hàm cả trần lãi suất do chính phủ ban hành.

Lý thuyết của Keynes về bẫy thanh khoản đã bị phê phán là sai sót về mặt logic và không phù hợp với thực nghiệm.³⁰ Tuy nhiên, trong thời kỳ sau chiến tranh, các nhà kinh tế học theo tư tưởng của Keynes như James Tobin đã xây dựng một hệ mô hình, khá khác với khung phân tích bẫy thanh khoản, lập lại chủ đề là đầu tư có thể được thúc đẩy bằng các chính sách của chính phủ giúp giảm lãi suất dành cho những người giữ tiền. Thế là, trong khi tiền không có vai trò quan trọng trong kinh tế học cổ điển, nó lại trở thành kẻ thù trong kinh tế học của Keynes.

Quan điểm của Keynes về tiền như một hành trang chết có thể đúng với những đồng tiền vàng nhưng không đúng với tiền tín dụng dưới hình thức tiền gửi ngân hàng (nghĩa là tiền cung ứng bởi các tổ chức tài chính như một phương cách huy động vốn để có thể cho vay). Khi một cá nhân gửi tiền vào ngân hàng, tiền không biến mất, mà thay vì thế thường được sẵn sàng dưới hình thức các khoản cho vay từ ngân hàng dành cho các công ty và cá nhân. Không phải là ngăn chặn đầu tư vào các dự án sản xuất, loại tiền này làm cho những dự án như thế càng thêm khả thi. Nói cách khác, ngân hàng là các tổ chức được thiết kế chính xác để điều hoà sở thích thanh khoản của các cá nhân với nhu cầu vốn dài hạn của các nhà kinh doanh.

Nhiều nhà kinh tế học hiện đại từ lâu đã cảm thấy bối rối về những điểm bất hoàn hảo hay bất cân xứng thông tin nào có thể dẫn các nền kinh tế đến việc mở rộng đáng kể nguồn lực mà chúng ta vẫn chi tiêu (khoảng 6 phần trăm GDP của Hoa Kỳ) vào hoạt động của các tổ chức tài chính. Các nhà kinh tế học chuyên nghiên cứu trong lĩnh vực phát triển kinh tế và tài chính công ty lần đầu tiên đã chính thức nêu rõ vai trò kinh tế vĩ mô của tài chính và giải thích tầm quan trọng của nó đối với phát triển kinh tế.

Ví dụ, nhà kinh tế học phát triển vĩ đại người Áo Joseph Schumpeter, viết trong những năm đầu tiên của thế kỷ 20, nhấn mạnh sự kết nối giữa tinh thần kinh doanh và tín dụng. Ông nhận thấy rằng việc cung ứng tín dụng cho một nhà kinh doanh là một hành động tin tưởng rằng nhà kinh doanh có thể sử dụng nó để tạo ra giá trị kinh tế. Theo quan điểm này, ngân hàng “thực chất là một hiện tượng phát triển, dù rằng, chỉ khi chính quyền trung ương không chỉ đạo quá trình xã hội. Ngân hàng giúp có thể thực hiện được những kết hợp mới, uỷ thác cho dân chúng nhân danh xã hội như thực tế đã xảy ra, để tạo thành những kết hợp đó.”³¹ Nhưng các nhà kinh tế học vĩ mô chính thống miễn cưỡng không muốn chọn chủ đề này.

Nhận định rằng hệ thống tài chính thực sự cần thiết cho tăng trưởng được lập luận với một sinh lực mới mẽ trong hai quyển sách quan trọng của Ronald McKinnon (1973) và Edward Shaw (1973) phân biệt giữa tiền bên trong (inside money), nghĩa là tiền gửi ngân hàng dùng để hỗ trợ cho các khoản vay dành cho khu vực tư nhân, và tiền bên ngoài (outside money), nghĩa là nghĩa vụ nợ của ngân hàng trung ương như dự trữ của ngân hàng và tiền mặt. Tăng trưởng kinh tế được kích thích thông qua khuyến khích dân chúng đừng nắm giữ những tài sản chết như vàng bạc đá quý và những vật thể vật chất khác thường được xem như bảo hiểm rủi ro lạm phát, mà hãy tin tưởng hệ thống ngân hàng và tạo ra nhiều tiền bên trong hơn. Lãi suất cao hơn và dự trữ bắt buộc thấp hơn sẽ kích thích tăng trưởng thông qua kênh này.

³⁰ Brunner và Meltzer (1968), Meltzer (1999), và Hanes (1999).

³¹ Schumpeter (1912), trích dẫn trong ấn bản của Fry (1995).

Tư tưởng của McKinnon và Shaw được tiếp bước bởi một trường phái các nhà tư duy kinh tế triển khai chủ đề này và thực hiện các kiểm định kinh tế lượng nhằm chứng minh giá trị của nó. McKinnon và Shaw cũng gây ra một tinh thần hoài nghi nhất định và sự bác bỏ giữa các nhà kinh tế học kỳ cựu khác, và những lời bình luận này đã giúp sàng lọc và điều chỉnh những lập luận đưa ra về mối quan hệ giữa tài chính và phát triển.

Khi xác nhận tư tưởng McKinnon và Shaw qua thực nghiệm, người ta không thấy những bằng chứng hỗ trợ cho nhận định rằng: Để cho lãi suất thực cao hơn sẽ dẫn đến tiết kiệm tăng lên đáng kể. Vô số nghiên cứu kinh tế lượng tại các nước phát triển cho thấy rằng tiết kiệm chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố; trong những yếu tố đó, mức lãi suất thực tương đối không quan trọng. Ví dụ như Nhật Bản từng có một tỷ lệ tiết kiệm cực kỳ cao bất chấp lãi suất thấp kéo dài. Chỉ trong những trường hợp lãi suất có giá trị âm nghiêm trọng, thì xem ra tiết kiệm mới nhạy cảm đáng kể trước lãi suất.

Mối quan hệ yếu giữa tiết kiệm và lãi suất thực tuy trái với một cấu phần trong quan điểm của McKinnon và Shaw, nhưng không lật đổ được những ý nghĩa cơ bản của tư tưởng đó. Ngay cả nếu lượng tiết kiệm tương đối không có dẫn trong hầu hết các dãy giá trị của lãi suất thực, *vẫn* có những dãy giá trị lãi suất thực mà trong đó, tiết kiệm đáp ứng rất mạnh, và điều này có xu hướng xảy ra tại những nước có thành quả kinh tế thảm hại. Hơn nữa, phần lớn quan điểm của McKinnon và Shaw tập trung vào *hiệu quả phân bổ tiết kiệm*, chứ không phải chú trọng đến lượng tiết kiệm. Các trung gian tư nhân hoạt động trong một môi trường tài chính tự do (phân biệt với các nhà hoạch định chính sách chính phủ) sẽ sử dụng nguồn tiền tốt hơn theo ý họ.

Sự phản đối thứ hai trước tư tưởng của McKinnon và Shaw là: Một số nước đã tăng trưởng nhanh chóng mà không cần tự do hoá hệ thống tài chính. Trường hợp của Liên Xô đã được đề cập, và một số quốc gia nhỏ như Iceland và Cyprus đôi khi cũng được nhắc đến như những ví dụ điển hình. Điều chúng ta thấy ở đây là: Phát triển tài chính không phải là một điều kiện *cần* của tăng trưởng kinh tế, chỉ ít trong ngắn hạn cho đến trung hạn.

Nói đến ví dụ về kinh nghiệm tăng trưởng trong đó ức chế tài chính trùng hợp với tăng trưởng cao, điều quan trọng ta cần thừa nhận là những phản ví dụ này cũng vẫn phù hợp với lý thuyết. Rajan và Zingales (1996) nhận thấy rằng phát triển tài chính chủ yếu vận hành thông qua ảnh hưởng của nó là giúp hạ thấp chi phí tài trợ bên ngoài, mà có thể quan trọng đối với ngành này và công ty này hơn so với ngành khác hay những công ty khác. Trong những nền kinh tế mà việc tài trợ nội bộ dễ dàng và có sẵn (thông qua của cải của bản thân nhà doanh nghiệp hay thu nhập giữ lại dồi dào), sự đóng góp của các trung gian tài chính cho tăng trưởng có thể tương đối nhỏ. Iceland và Cyprus có thể là ví dụ về sự tập hợp các cơ hội kinh tế và nguồn lực tài chính trong cùng một bàn tay của những nhà kinh doanh thuộc loại này.

Cuối cùng, những người phê phán trường phái McKinnon và Shaw nhận xét rằng tự do hoá tài chính dường như đôi khi lại gây ra vấn đề hơn là giải quyết vấn đề, như thể hiện qua tiêu đề của một nghiên cứu nổi tiếng: “Tạm biệt ức chế tài chính, xin chào sụp đổ tài chính.”³² Nghiên cứu này kể cho ta nghe câu chuyện tự do hoá tài chính của Chile trong những năm 1976-1979 và vụ sụp đổ tiếp theo trong những năm 1980-1983. Chúng ta sẽ xem xét câu chuyện này trong chương 3, và những câu chuyện liên quan của Mexico và Đông Á thập niên 90 trong chương 8. Ở mức độ tối thiểu, chúng ta nhận thấy rằng tự do hoá tài chính một cách đột ngột có

³² Díaz-Alejandro (1985)

thể gây ra những bất ổn khi cơ cấu thể chế nền tảng vẫn còn hàm chứa nhiều điểm yếu kém nghiêm trọng.

Bất chấp nỗi lo lắng về tình trạng bất ổn, dòng tư duy kinh tế chính rõ ràng đã hướng tới công nhận vai trò năng động, hữu hiệu của các tổ chức tài chính trong nền kinh tế, và những lợi thế đạt được khi cho phép các tổ chức tài chính được lớn mạnh. Quan điểm này đặt nền tảng trên những điểm bất hoàn hảo của thị trường, như chi phí giao dịch và thông tin bất cân xứng giữa các tác nhân. Trong khung phân tích này, các tổ chức tài chính ra đời để giải quyết những điểm bất hoàn hảo của thị trường; ví dụ như bây giờ người ta thường giải thích rằng các ngân hàng là người thu thập và sử dụng thông tin; sự hiện diện của ngân hàng phản ánh những vấn đề mà sẽ phát sinh nếu không có họ và nếu người tiết kiệm cố gắng giao dịch trực tiếp với người sử dụng vốn. Một nguồn tư liệu kinh tế học vĩ mô mới trong lĩnh vực tài chính công ty về việc sản xuất thông tin của các tổ chức tài chính (được tóm tắt trong chương 5) đã đưa ra nhiều bằng chứng thực nghiệm hỗ trợ cho hệ tư tưởng kinh tế học vĩ mô của McKinnon và Shaw về vai trò của ngân hàng trong nền kinh tế.

Phát triển tài chính có dẫn đến phát triển kinh tế?

Các nhà kinh tế học tài chính đã bỏ ra nhiều công sức trong ba thập niên vừa qua để gỡ rối mối quan hệ giữa phát triển kinh tế và phát triển tài chính và để trả lời câu hỏi liệu mối tương quan giữa hai yếu tố này có phản ánh nhận định rằng phát triển tài chính là nguyên nhân của phát triển kinh tế.³³ Ba cách tiếp cận khác nhau về vấn đề này đã tỏ ra đặc biệt có tác dụng nâng cao nhận thức, và cả ba đều chỉ ra những ảnh hưởng mang tính nguyên nhân mạnh của phát triển tài chính đối với phát triển kinh tế.

Cách tiếp cận thứ nhất với các nhà nghiên cứu tiên phong là Robert King, Ross Levine, và những người khác, đã sử dụng phân tích kinh tế lượng cẩn thận để tách biệt giữa các thành tố ngoại sinh của phát triển tài chính (mức độ phát triển tài chính đã được xác định trước ứng với trình độ phát triển kinh tế) với những thành tố nội sinh (mức độ phát triển tài chính đơn thuần phản ánh phát triển kinh tế). Các phép kiểm định đầu tiên theo cách tiếp cận này được công bố năm 1993 trong ba bài báo có liên quan.³⁴ Trong nghiên cứu này, bốn số đo tăng trưởng khác nhau được chạy hồi qui theo một số lớn các biến kiểm soát mà nói chung được tin là có sức mạnh giải thích cho tăng trưởng, cộng với các số đo khác nhau về ức chế tài chính hay phát triển tài chính, như được biểu thị trong bảng 2.1. Công việc này được thực hiện cho tăng trưởng cùng thời và cũng cho tăng trưởng theo sau thời điểm xác định các biến số tài chính. Trong mọi trường hợp, hệ số của các biến số tài chính đều có giá trị đáng kể và có ý nghĩa thống kê.

Tập hợp các bài báo tiếp theo xây dựng thêm một loạt các kiểm định bằng kỹ thuật kinh tế lượng của các “biến công cụ”, mang lại một phương tiện khác để xác định thành phần của phát triển tài chính mà thực sự là yếu tố ngoại sinh đối với phát triển kinh tế. Các số đo phát triển tài chính *dự đoán* được xây dựng bằng cách sử dụng các đặc điểm pháp lý và thể chế ngoại sinh của các nước làm yếu tố dự đoán. Sự khác biệt giữa các nước về thành phần có thể dự đoán của phát triển tài chính này có sức mạnh giải thích quan trọng cho sự phát triển kinh tế. Nói cách khác, những khía cạnh của phát triển tài chính mà rõ ràng có thể theo dõi qua lịch sử thể chế lâu đời

³³ Tìm đọc bài tóm tắt trong ấn bản của Fry (1995).

³⁴ King và Levine (1993a, 1993b, 1993c).

của một quốc gia (và do đó không thể được xem là nội sinh đối với kinh nghiệm tăng trưởng kinh tế gần đây) giúp giải thích mối liên kết giữa phát triển tài chính và phát triển kinh tế.³⁵

Cách tiếp cận thứ hai để phân loại ra các mối liên kết giữa khu vực thực và khu vực tài chính là lập mô hình cơ cấu. Việc lập mô hình cơ cấu đòi hỏi người ta phải ở vào vị thế của những kênh phân phối cụ thể thông qua đó phát triển tài chính có tác dụng đối với phát triển kinh tế, và xây dựng mô hình nền kinh tế để ước lượng ảnh hưởng của các yếu tố tài chính ngoại sinh. Có lẽ ví dụ cẩn thận và thuyết phục nhất của dòng nghiên cứu này là công trình của Alan Taylor.³⁶ Taylor tiếp cận vấn đề rộng hơn là: Tại sao tăng trưởng của châu Á đã vượt qua tăng trưởng của châu Mỹ La tinh trong những thập niên gần đây, và liệu phát triển tài chính có thúc đẩy tăng trưởng thông qua hạ thấp chi phí đầu tư? Ông nhận thấy một mối liên kết mạnh giữa phát triển tài chính và chi phí tài trợ đầu tư, và những chi phí này có sức mạnh giải thích cho sự khác biệt tăng trưởng giữa châu Á và châu Mỹ La tinh trong thập niên 80.

Cách tiếp cận thứ ba là xem xét những ảnh hưởng về thành quả kinh tế của những thay đổi thể chế có thể nhận biết được gắn liền với tự do hoá tài chính. Một điều tra mới đây thuộc loại nghiên cứu này đã kết luận rằng “gần như không có bằng chứng gì hỗ trợ cho nhận định, mà thoạt đầu được đưa ra để ủng hộ tự do hoá, rằng tự do hoá sẽ làm tăng tiết kiệm..., nhưng có những bằng chứng hỗ trợ cho hai nhận định khác, đó là: tự do hoá sẽ dẫn đến sự phát triển chiều sâu tài chính, và tự do hoá sẽ đẩy mạnh sự phân bổ đầu tư hiệu quả hơn.”³⁷ Một nghiên cứu khác nhận thấy rằng việc giảm sở hữu nhà nước đối với các ngân hàng gắn liền với tăng trưởng thu nhập trên đầu người tiếp theo cao hơn và tăng trưởng năng suất cao hơn.³⁸

Hợp lại, ba dòng nghiên cứu này mang lại những bằng chứng hùng hồn và thuyết phục rằng phát triển tài chính đóng góp quan trọng cho phát triển kinh tế. Nhưng như chúng ta sẽ thảo luận sâu xa hơn trong chương tiếp theo, con đường diễn ra tự do hoá tài chính cũng quan trọng, đặc biệt để đảm bảo rằng phát triển tài chính dựa vào những nền tảng thể chế vững chắc.

Người thắng và kẻ thua

Nếu ức chế tài chính làm yếu đi tăng trưởng kinh tế và việc phân bổ thị trường vốn hiệu quả, thế thì tại sao chính phủ các nước lại muốn đè nén nền kinh tế nước họ đến vậy? Câu trả lời là: chẳng ai cũng bị thiệt hại do ức chế tài chính. Ức chế tài chính là một công cụ để đánh thuế người tiết kiệm (hậu quả là hao hụt của cải) và những doanh nghiệp không được ưu tiên (đối với họ nguồn tài chính vẫn hết sức đắt đỏ hoặc không có sẵn) để chuyển giao nguồn lực cho chính bản thân chính phủ hay cho những công ty được vay mượn mà là một phần trong liên minh cầm quyền của chính phủ.

Mỗi công cụ trong sáu công cụ ức chế tài chính có thể được hiểu như một chủ đề đánh thuế và chuyển giao nguồn lực. Trần lãi suất tiền gửi tước mất mức sinh lợi mà lẽ ra người gửi tiền có thể nhận được trên thị trường cạnh tranh. Chính sách này chuyển giao của cải cho ngân hàng, và chính phủ thường chỉ thị phải chuyển tiếp khoản của cải này cho những người vay ưu tiên. Dự trữ bắt buộc cao chuyển giao của cải từ người tiết kiệm và những người vay không ưu

³⁵ Tim độc ấn bản cả Levine (1997, 1998, 1999) và Levine và Zervos (1998).

³⁶ Taylor (1997).

³⁷ Williamson và Mahar (1998). Tim độc thêm bằng chứng cho thấy rằng phát triển chiều sâu tài chính giúp cải thiện chất lượng phân bổ vốn trong ấn bản của Wurgler (1999), được tóm tắt trong chương 4.

³⁸ La Porta, Lopez-de-Silanes, và Shleifer (2000).

tiên sang chính phủ vì tiền dự trữ cung ứng tín dụng không hưởng lãi cho chính phủ. Các chính sách tín dụng theo chỉ đạo, cũng như sở hữu nhà nước và quản lý vì mô đối với ngân hàng, trao cho chính phủ quyền kiểm soát việc phân phối nguồn lực ngân hàng, trở thành chỉ tiêu ngầm ẩn của chính phủ. Hạn chế cạnh tranh, thông qua các qui định hạn chế tham gia hoạt động ngân hàng trong nước hoặc hạn chế các dòng vốn nước ngoài vào và ra, giúp bảo toàn đặc lợi mà chính phủ có thể thu vén từ các khu vực tài chính được bảo hộ và kiểm soát.

Cũng như vương triều nhà Minh quyết định bế quan toả cảng và hạn chế tăng trưởng vì quyền lợi của việc duy trì sự kiểm soát của triều đình đối với nguồn lực, các chính phủ hiện đại thường chọn ức chế tài chính như một phương tiện để đạt được phần bánh to hơn trong ổ bánh kinh tế nhỏ hơn.

PHỤ LỤC

Phần Phụ lục này gồm hai bảng:

Bảng 2.A1 Các số đo ức chế tài chính và phát triển tài chính

Bảng 2.A2 Tóm tắt chỉ số ức chế tài chính và phát triển tài chính

Các tỷ số đã được định nghĩa trong bảng 2.3 trong chương này. Số liệu được lấy từ IFS và IMC.

BẢNG 2.A1

<i>Quốc gia</i>	<i>Lãi suất thực (%)</i>	<i>Tỷ lệ dự trữ (%)</i>	<i>Độ thanh khoản (%)</i>	<i>Vay mượn tư nhân (%)</i>	<i>Cho vay của ngân hàng</i>	<i>Giá trị vốn hoá thị trường (%)</i>
-----------------	------------------------------	-----------------------------	-------------------------------	-------------------------------------	--------------------------------------	---

Nguồn: IFS và IMC.

Bảng 2.A2 trình bày tóm tắt các chỉ số ức chế tài chính và phát triển tài chính cho tất cả các nước trong cơ sở dữ liệu IFS vào năm 1970, 1990, và 1997. Để so sánh, chúng ta cũng trình bày tăng trưởng bình quân hàng năm của GDP thực trên đầu người cho năm 1970-1980 và 1990-1997, cùng với của cải (GDP trên đầu người tính theo USD) vào năm 1997.

Chỉ số ức chế hay phát triển tài chính được xây dựng bằng cách lấy bình quân các chỉ số cho từng đại lượng trong sáu đại lượng, hay lấy hết số lượng sẵn có trong một khung thời gian cho trước. Mỗi số đo được qui về một thang đo từ 0 đến 100 để tạo ra một chỉ số gần như có phân phối chuẩn, với trị trung bình là 50 và độ lệch chuẩn là 20. Trước khi đưa vào thang đo này, chúng ta cũng xem xét phân phối thực nghiệm của mỗi biến. Những phân phối nào xem ra là phân phối chuẩn log, chứ không phải phân phối chuẩn, sẽ được chuyển đổi bằng cách lấy logarit tự nhiên (điều này áp dụng cho độ thanh khoản và giá trị vốn hoá thị trường).

Công thức sau đây giúp chuyển từng tỷ số hay logarit thành một chỉ số từ 0 đến 100:

$$\text{Chỉ số} = \alpha + \beta x$$

Trong đó, x = tỷ số hay $\ln(\text{tỷ số})$
 $\alpha = 50 - \beta \cdot \text{Trị trung bình } (x)$
 $\beta = 20 / \text{Độ lệch chuẩn } (x)$

Khi công thức này cho ta một chỉ số nhỏ hơn 0, hay lớn hơn 100, chỉ số đó sẽ được ấn định bằng 0 hay 100 tương ứng. Như có thể dự đoán ở độ lệch chuẩn 2,5 trong một phân phối chuẩn, việc điều chỉnh như vậy tương đối ít khi xảy ra.

Số đo giá trị thị trường được suy ra từ Cơ sở dữ liệu các thị trường mới nổi của IFC, bao gồm thông tin về 105 thị trường cổ phiếu trên khắp thế giới. Khi một quốc gia có trong cơ sở dữ liệu IFC nhưng không có sẵn số đo, quốc gia đó được đánh dấu là N/A (không có số liệu). Tuy nhiên, khi một quốc gia không có trong cơ sở dữ liệu của IFC, ta giả định rằng đất nước đó không có một thị trường cổ phiếu đáng kể và số đo được ấn định bằng 0. Sau đó, 105 quốc gia trong IFC được qui về thang đo 0 đến 100 như mô tả trên đây.

BẢNG 2.A2 Chỉ số ức chế tài chính và phát triển tài chính chung

<i>Quốc gia</i>	<i>Chỉ số năm 1970</i>	<i>Tăng trưởng 1970-1980 (%)</i>	<i>Chỉ số năm 1990</i>	<i>Tăng trưởng 1990-1997 (%)</i>	<i>Chỉ số năm 1997</i>	<i>Của cải năm 1997 (USD)</i>
-----------------	----------------------------	--	----------------------------	--	----------------------------	---------------------------------------

Nguồn: IFS, IMC, và tính toán của các tác giả.

Lưu ý: “Tăng trưởng” là tỷ lệ tăng trưởng trung bình hàng năm của GDP thực. “Của cải” là giá trị tính bằng USD của GDP trên đầu người theo tỷ giá hối đoái cuối năm ghi nhận trong IFS của năm 1997.