

Chương 3

LỢI ÍCH CỦA HỘI NHẬP TÀI CHÍNH

Phần lớn báo cáo này nhằm tìm hiểu và tránh né những cạm bẫy trên con đường tiến tới hội nhập tài chính. Trong chương này, chúng ta sẽ đặt trọng tâm vào chính mục đích này, vào những lợi ích dài hạn có thể tận hưởng nhờ sự hội nhập được quản lý một cách khéo léo, tập trung vào những tình huống tốt nhất.

Về cơ bản, lợi ích của sự hội nhập gồm hai loại chính. Về mặt sản xuất, quá trình hội nhập cho phép chuyên môn hóa quốc tế ở mức cao hơn và tạo điều kiện thuận lợi để phân bổ các nguồn lực khan hiếm đến những nơi sử dụng chúng hữu hiệu nhất mà không phụ thuộc vào vị trí, nhờ đó đẩy mạnh tăng trưởng. Về mặt tiêu dùng, sự hội nhập cho phép cá nhân (ở những nền kinh tế mới hòa nhập và trong chừng mực ít hơn, cả ở những nền kinh tế đã hội nhập) đảm bảo tránh được những phát triển bất lợi trong nền kinh tế nước nhà thông qua việc đa dạng hóa danh mục đầu tư quốc tế và khai thác thị trường vốn toàn cầu để dàn trải sự giảm sút thu nhập nhất thời. Chúng ta sẽ lần lượt xem xét cả hai loại lợi ích này. Mặc dù trên quan điểm thuần túy, lợi ích của sự hội nhập tài chính được định nghĩa một cách khá hạn hẹp, nhưng chúng ta cũng đề cập đến nhiều lợi ích đi kèm với sự hội nhập (như sự phát triển các tiêu chuẩn kế toán tốt hay sự cải thiện các hệ thống thanh toán), mà nói đúng ra, vẫn có thể đạt được mà không cần hội nhập, nhưng trên thực tiễn vẫn là một phần của toàn bộ lợi ích của hội nhập.

Hội nhập và tăng trưởng

Hai động lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế là: những thay đổi về *số lượng* của nhập lượng – cụ thể là lao động và vốn theo định nghĩa rộng – và những thay đổi về *chất lượng* của chúng.

Đầu tư

Trong một nền kinh tế đóng về mặt tài chính, đầu tư phải được tài trợ bằng tiết kiệm trong nước. Hai yếu tố này cân xứng với nhau qua những chuyển biến của lãi suất thực, đó là chi phí vay nợ và suất sinh lợi từ tiết kiệm. Không có các dòng vốn quốc tế, thì không thể cho rằng sẽ có sự cân bằng suất sinh lợi từ đầu tư giữa các nước, điều này dẫn đến sự phân bổ sai các nguồn lực: ở cận biên, những dự án đầu tư có khả năng sinh lời cao ở một số nước có thể không được thực hiện vì thiếu vốn, trong khi những dự án có sinh lợi thấp hơn ở những nơi khác lại được cấp vốn. Sự hội nhập tài chính, dù ở cấp độ quốc gia hay quốc tế, đều cắt đứt mối liên kết giữa tiết kiệm địa phương và đầu tư địa phương, cho phép tiền tiết kiệm “chảy một cách đương nhiên và cấp kỳ tới nơi cần chúng nhất và tận dụng chúng nhất, giống như nước chảy đến chỗ trũng” (Bagehor 1924, trang 12). Các nhà đầu tư có thể đi vay và những người tiết kiệm có thể cho vay trên thị trường quốc tế, do vậy lãi suất toàn cầu sẽ trở thành chi phí sử dụng vốn (chi phí của vốn) và suất sinh lợi từ tiết kiệm tương xứng, chứ không phải lãi suất quốc gia. Dĩ nhiên, tiết kiệm và đầu tư vẫn phải cân xứng, nhưng bây giờ chúng cân xứng trong phạm vi toàn cầu hơn là trong phạm vi quốc gia. Tiếp theo sự hội nhập, trong tình huống lý tưởng, đầu tư sẽ được tái phân bổ hướng tới những dự án sinh lời nhất (trên cơ sở đã điều chỉnh rủi ro), bất kể vị trí của chúng, được tài trợ bằng những dòng vốn tương ứng đi tìm suất sinh lợi cao nhất sau khi đã điều chỉnh rủi ro. Sản

xuất thế giới gia tăng, một phần lợi ích được gạt hái bởi những người tiết kiệm tại các nền kinh tế kém hiệu quả, giờ đây họ nhận được suất sinh lợi cao hơn; và một phần lợi ích chảy về cho các công ty ở những nền kinh tế hoạt động hữu hiệu hơn, giờ đây được hưởng mức chi phí của vốn thấp hơn.

Mô thức mới của các dòng vốn tùy thuộc vào suất sinh lợi tương đối từ đầu tư giữa các nước. Việc nghiên cứu sâu rộng trong thập niên vừa qua đã xây dựng được tập hợp những đặc điểm của các nền kinh tế thành công mà giờ đây đã quen thuộc với chúng ta, bao gồm (quan trọng nhất) những chính sách kinh tế vĩ mô vững chắc và những yếu tố kinh tế vi mô cơ bản (nền tảng) tốt đẹp. Luận điểm quan trọng là: chính *suất sinh lợi* tương đối chứ không phải trình độ phát triển tương đối đã thúc đẩy các dòng vốn; kết quả là, như chúng ta đã thấy trong chương trước, sự hội nhập tài chính về cơ bản đã làm cho dòng vốn chảy vào những nước đang tận hưởng những mức đầu tư trong nước cao. Do vậy, sự hội nhập làm gia tăng phần thưởng dành cho việc thiết lập những yếu tố cơ bản đúng đắn; nó không thay thế cho những yếu tố cơ bản đó. Hậu quả là, ít ra trong nhất thời, xu hướng hội nhập có thể mở rộng hố cách giữa những nền kinh tế đang phát triển tăng trưởng cao và tăng trưởng thấp, cho dù trong dài hạn chính sự mở rộng này làm gia tăng ích lợi của việc cải thiện những yếu tố cơ bản ở nhóm nước tăng trưởng thấp.

Đối với bộ phận ngày càng nhiều các nước đang phát triển hiện đang chào mời những cơ hội đầu tư hấp dẫn, sự hội nhập cho phép đẩy mạnh đầu tư bằng cách bổ sung tiết kiệm trong nước bằng tiết kiệm nước ngoài. Lợi ích tiềm năng sẽ khác nhau giữa các nước, tùy thuộc vào khả năng sinh lời tương đối của các cơ hội đầu tư và vào sự chênh lệch giữa chi phí sử dụng vốn trong nước và thế giới trước khi hội nhập. Nếu các dòng vốn vào đạt từ 3 đến 4 phần trăm GDP (con số tiêu biểu cho những nước nhập khẩu vốn lớn hiện nay), thì dựa trên tỷ trọng vốn và tỷ số vốn trên sản lượng tiêu biểu, tỷ lệ tăng trưởng sẽ tăng khoảng một nửa điểm phần trăm (Reisen 1996). Ảnh hưởng tăng trưởng tạm thời này tuyệt nhiên chẳng phải là không đáng kể, tuy vậy, nó bị lu mờ bởi một loạt các tỷ lệ tăng trưởng của các nền kinh tế đang phát triển, một lần nữa chứng minh rằng sự khai thác thành công các thị trường vốn nước ngoài chỉ là một trong nhiều thành tố của một chiến lược tăng trưởng thành công.

Sự hội nhập có nâng cao được các tỷ lệ tăng trưởng tại các nền kinh tế mở, hay thậm chí trong nền kinh tế thế giới, một cách lâu dài hay không? Bất kỳ một ảnh hưởng tăng trưởng lâu dài nào xảy ra cũng phải thông qua sự gia tăng tỷ lệ tiết kiệm thế giới hay tăng trưởng năng suất nhanh hơn. Không có lý do gì để tin rằng sự hội nhập làm tăng tỷ lệ tiết kiệm thế giới. Thật ra, nó còn có thể làm giảm tỷ lệ tiết kiệm nữa là khác, bởi vì sự đa dạng hóa rủi ro thu nhập và sự tiếp cận thị trường vốn thế giới để dàn trải những biến động thu nhập nhất thời làm giảm đi nhu cầu tiết kiệm dự phòng.¹ Do vậy, nói đúng ra thì lợi lộc lâu dài từ quá trình hội nhập có được là thông qua *chất lượng* đầu tư hơn là thông qua *số lượng* đầu tư.

Năng suất

Sự hội nhập có thể thúc đẩy tăng trưởng năng suất thông qua dịch chuyển các kết hợp đầu tư hướng tới những dự án có suất sinh lợi kỳ vọng cao hơn; sự dịch chuyển này xảy ra thông qua cải thiện khả năng làm giảm và đa dạng hóa rủi ro cao hơn thường phát sinh trong những dự án có sinh lợi cao hơn. Về mặt khái niệm, có thể chia rủi ro của một dự án đầu tư bất kỳ thành bốn thành phần: yếu tố toàn cầu (ví dụ, suy thoái kinh tế thế giới), yếu tố quốc gia (ví dụ, thuế đánh trên lợi nhuận cao hơn hay bất ổn chính trị), yếu tố khu vực kinh tế (ví dụ, tiến bộ công nghệ) và

yếu tố chuyên biệt đối với từng dự án cụ thể. Những rủi ro chuyên biệt của khu vực kinh tế hay của dự án có thể được đa dạng hóa trong nước, hình thành nên lợi ích đáng kể nhờ sự hội nhập tài chính quốc gia thường xảy ra trước sự hội nhập tài chính quốc tế. Rủi ro toàn cầu về bản chất là không thể đa dạng hóa để loại trừ được. Còn lại rủi ro quốc gia, tuy không thể đa dạng hóa trong phạm vi quốc gia nhưng có thể đa dạng hóa trên phạm vi quốc tế.

Nếu các cú sốc quốc gia là một thành phần quan trọng về mặt định lượng của rủi ro chung của các dự án đầu tư, thì lợi ích đa dạng hóa có được nhờ bổ sung một dự án đầu tư trong nước vào một danh mục các dự án đầu tư trong nước khác sẽ thấp hơn lợi ích của việc bổ sung chính dự án ấy vào một danh mục các dự án đầu tư đa dạng trên thị trường quốc tế. Kết quả là, một nhà đầu tư nước ngoài có thể theo đuổi những dự án có sinh lợi và rủi ro *dự án* cao hơn nhưng đồng thời vẫn duy trì được rủi ro *danh mục* ở mức có thể chấp nhận. Do vậy, sự chuyển dịch từ một hệ thống kinh tế đóng sang một nền kinh tế thế giới hội nhập cho phép sự chuyển đổi toàn cầu hướng tới những dự án có suất sinh lợi kỳ vọng cao hơn, nhờ đó gia tăng tỷ lệ tăng trưởng bình quân thế giới (Obstfeld 1995). Ảnh hưởng này được tăng cường nếu sự hội nhập cũng cho phép giảm thiểu *rủi ro dự án*. Lấy ví dụ, nếu việc mở cửa đi liền với sự mở rộng thị trường đối với hàng sản xuất trong nước, thì sự nhạy cảm trước những thay đổi cầu trong nước sẽ giảm, giúp dịch chuyển hướng tới nguồn vốn chuyên môn hóa hơn và có hiệu suất hơn (Saint-Paul 1992).

Tầm quan trọng về mặt định lượng của việc chuyển dịch hướng tới những dự án đầu tư có sinh lợi cao hơn theo sau sự hội nhập tùy thuộc vào ba yếu tố: độ trễ về công nghệ của một quốc gia, sự không thích rủi ro và tốc độ tái phân bổ nguồn vốn hiện hữu. Các nghiên cứu mô phỏng cho thấy rằng các khoản lợi ích có tầm vóc rất lớn. Qui mô của lợi ích phản ánh sự kỳ diệu của lợi ích kép: ngay cả sự gia tăng rất nhỏ trong các tỷ lệ tăng trưởng cũng có những ảnh hưởng cấp đạo hàm bậc một theo thời gian. Đối với những nền kinh tế tụt lại xa nhất đằng sau so với thông lệ thực hành tốt nhất hiện tại, thì lợi ích sẽ bao gồm lợi ích của việc đuổi kịp các nước khác và lợi ích về gia tăng hiệu quả toàn cầu, trong khi những nền kinh tế đi đầu chỉ được hưởng loại lợi ích sau mà thôi. Tuy thế, thậm chí đối với những nền kinh tế này, lợi ích của mức sản lượng cao hơn và do vậy, lợi ích của các mức tăng trưởng tiêu dùng cũng rất đáng kể: sự hội nhập có quản lý tốt là một tình huống tất cả đều thắng.

Sự cân bằng suất sinh lợi giữa các nước và mức tăng trưởng cao hơn hình thành nhờ nguồn vốn có hiệu suất hơn trên toàn cầu mang đến những lợi ích dài hạn của sự hội nhập đích thực. Ngoài ra, hội nhập còn đem đến những lợi ích tức thời thông qua những ảnh hưởng lan tỏa về tri thức, cụ thể là trên thị trường tài chính và thông qua FDI. Mặc dù những mối lợi này không phụ thuộc chặt chẽ vào sự hội nhập tài chính, nhưng ít nhất, hội nhập cũng có xu hướng đẩy nhanh sự chuyển giao kiến thức.

Ảnh hưởng lan tỏa (ngoại tác) của hệ thống tài chính

Chi phí sử dụng vốn đối với người đi vay sau cùng bao gồm bốn thành phần: lãi suất thực từ tài sản thanh khoản có rủi ro tối thiểu, phí rủi ro do nhà trung gian tài chính qui định để cấp vốn cho những dự án cụ thể, cơ cấu chi phí của hệ thống tài chính và biên lợi nhuận được tính. Sự hội nhập ảnh hưởng đến cả bốn thành phần này. Phần trên chúng ta đã thảo luận ảnh hưởng của sự

hội nhập đối với lãi suất thực và phí rủi ro: sự hội nhập thay thế lãi suất địa phương bằng lãi suất thế giới và làm giảm phí rủi ro tới mức mà người cho vay nước ngoài có thể đa dạng hóa rủi ro quốc gia một cách tốt hơn. Hai thành phần khác – cơ cấu chi phí của hệ thống tài chính và biên lợi nhuận – cũng chịu ảnh hưởng nếu sự hội nhập làm phát triển chiều sâu của hệ thống tài chính (cho phép chi phí cố định dàn trải trên một cơ sở rộng hơn) hay cải thiện sức cạnh tranh.

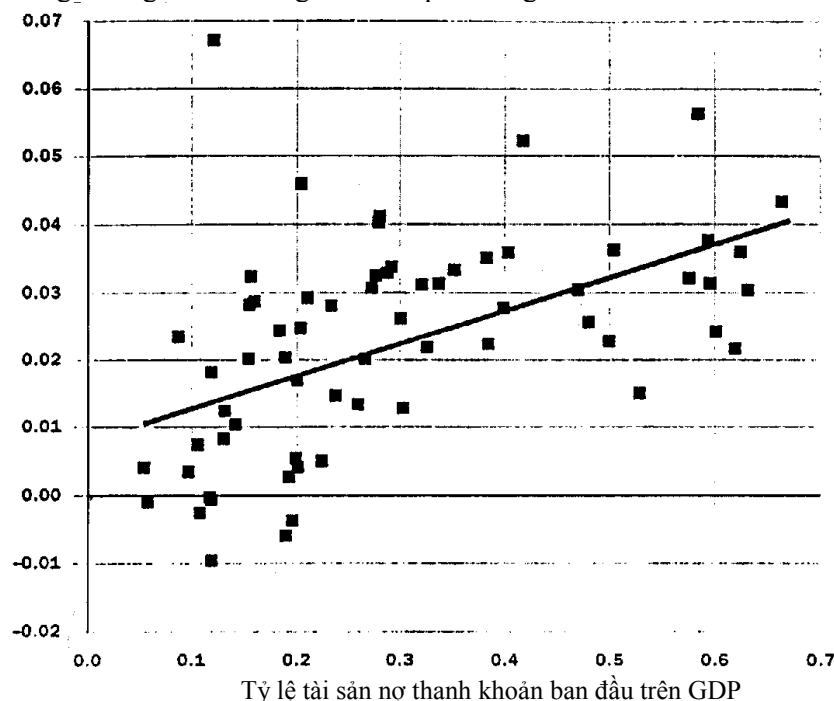
Ngoài ảnh hưởng đối với chi phí sử dụng vốn, sự phát triển chiều sâu (tăng cường) hệ thống tài chính theo sau quá trình hội nhập cũng giúp tăng trưởng thông qua việc phân bổ nguồn lực hiệu quả hơn, điều này đến lượt nó lại dẫn đến phát triển chiều sâu tài chính (tăng cường tài chính) hơn nữa. Chu kỳ phản hồi tích cực giữa phát triển tài chính và phát triển thực này được thiết lập một cách tốt đẹp. Hội nhập quốc tế có thể làm tăng sự phản hồi đó. Các định chế tài chính nước ngoài sẽ du nhập hay tạo ra sự tiếp cận với các công cụ tài chính mới, trong khi sự tham gia của người nước ngoài trên thị trường chứng khoán trong nước sẽ làm tăng khả năng thanh khoản, đến lượt nó làm thuận lợi hơn cho sự chuyển hóa thời hạn dài hạn.

Bằng chứng thực nghiệm khá vững chắc: phát triển chiều sâu tài chính trong nước gắn liền với đầu tư cao hơn và tăng trưởng năng suất nhanh hơn (hình 3.1).² Thật vậy, bằng chứng ngày càng tăng cho thấy rằng các thị trường tài chính bên ngoài ở các nước kém phát triển thì quan trọng hơn so với ở các nước phát triển hơn. Lấy ví dụ, phân tích số liệu cho 100 công ty lớn nhất có niêm yết trên thị trường cổ phiếu tại 10 nước đang phát triển trong thập niên 80, Singh (1994) nhận thấy rằng các công ty này dựa nhiều vào các nguồn vốn bên ngoài, và đặc biệt là trên thị trường vốn cổ phần.³

Hình 3.1 Chiều sâu tài chính ban đầu và tăng trưởng tương lai

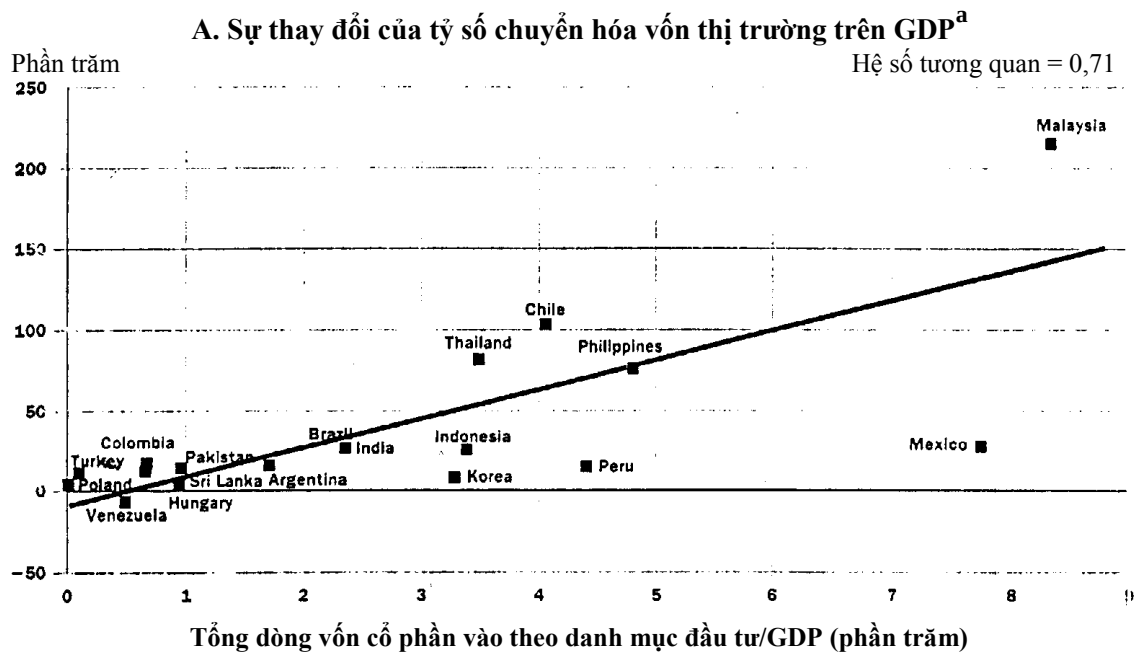
Tăng trưởng GDP đầu người bình quân hàng năm 1960-89

Phát triển chiều sâu tài chính trong nước có quan hệ chặt chẽ với đầu tư gia tăng và tăng trưởng năng suất nhanh hơn.

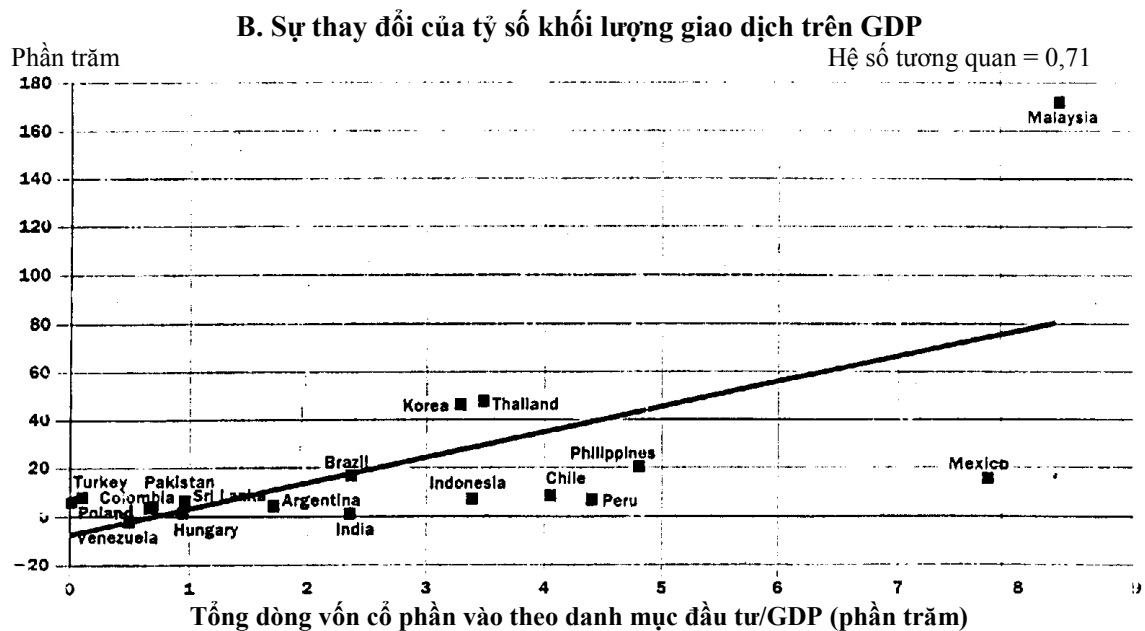


Như hình 3.2 cho thấy, sự chuyển hóa vốn thị trường và khối lượng giao dịch tăng nhiều hơn tại những nước nhận được các dòng vào vốn cổ phần theo danh mục đầu tư nhiều nhất so với những nước nhận số lượng dòng vốn vào ít hơn.

Cũng rõ ràng không kém, sự hội nhập tài chính gắn liền với sự gia tăng chiều sâu tài chính (và vì vậy, một cách gián tiếp, cũng gắn liền với sự tăng trưởng) xét trên phương diện cho vay của ngân hàng và xét trên phương diện tính thanh khoản và sự quay vòng của thị trường tài sản (hộp 3.1). Hình 3.2 cho thấy rằng tại những nước nhận được những dòng vốn cổ phần vào nhiều nhất thì sự chuyển hóa vốn (capitalization) và quay vòng vốn của thị trường chứng khoán, tăng nhiều hơn so với những nước có mức độ vốn vào ít hơn. Đối với một nhóm chọn lọc các thị trường chứng khoán mới nổi lên, số liệu thể hiện mối tương quan giữa tổng dòng vốn cổ phần vào theo danh mục đầu tư với sự thay đổi trong việc chuyển hóa vốn và giá trị giao dịch (trading value) trong suốt thời kỳ có các dòng vào tương ứng (như được định nghĩa trong chương 4), tất cả được tính theo phần trăm GDP. Số liệu cũng cho thấy có những ảnh hưởng lan tỏa (ngoại tác) đáng kể đối với hoạt động trong nước trong suốt thời kỳ này. Ta có thể thấy điều này trong bảng 3.1, bảng này so sánh tỷ số giá trị giao dịch trên GDP trong năm trước khi có dòng vốn vào với giá trị hoạt động giao dịch trong năm cuối của thời kỳ vốn vào, đã được điều chỉnh tỷ phần của các nhà đầu tư nước ngoài và chuẩn hóa theo GDP.⁴ Bảng 3.1 cũng cho thấy số công ty mới niêm yết trên thị trường chứng khoán tăng trong suốt thời kỳ vốn vào tại 10 trong số 13 quốc gia. Như biểu thị qua hình 3.2, sự gia tăng chuyển hóa vốn và khối lượng giao dịch đi liền với sự gia tăng dòng danh mục đầu tư nước ngoài. Điều thuyết phục nhất là, hình 3.3 cho thấy rằng những nước nào nhận được dòng vốn cổ phần theo danh mục đầu tư nhiều nhất thì cũng là những nước gia tăng khối lượng giao dịch trong nước nhiều nhất tính theo phần trăm GDP trong suốt thời kỳ vốn vào. Dĩ nhiên, bảng này chỉ thiết lập mối tương quan, chứ không thiết lập quan hệ nhân quả. Giải thích ảnh hưởng nhân quả của sự hội nhập tài chính là một việc khó, bởi vì phần lớn các thời kỳ tự do hóa tài chính bên ngoài cũng đi kèm với nỗ lực tự do hóa tài chính trong nước. Tuy nhiên, bằng chứng gián tiếp gợi ý rằng sự hội nhập tài chính quốc tế ít ra cũng có một phần công lao đối với việc phát triển chiều sâu thị trường tài chính trong nước.

Hình 3.2 Vốn cổ phần theo danh mục đầu tư và sự phát triển thị trường vốn, các nước chọn lọc

^a Thay đổi của chuyển hóa vốn thị trường tính theo phần trăm GDP từ lúc bắt đầu thời kỳ vốn vào cho đến năm 1994.



Ghi chú: Tổng vốn cổ phần vào theo danh mục đầu tư bằng với tổng của các dòng vốn cổ phần vào theo danh mục đầu tư trong suốt thời kỳ chia cho GDP 1994.

Nguồn: IFC, Emerging Stock Market Factbook 1996; dữ liệu của Ngân hàng Thế giới.

Hộp 3.1 Môi liên kết thực nghiệm giữa hội nhập và phát triển chiều sâu tài chính

Ta có thể đánh giá mối liên kết giữa hội nhập và phát triển chiều sâu tài chính thông qua thực hiện hồi qui các chỉ báo về phát triển hệ thống tài chính theo các chỉ báo về hội nhập và một tập hợp các yếu tố xác định khác, gồm có thời kỳ phát triển (biến đại diện là GDP bình quân đầu người), tỷ lệ lạm phát và mức độ mở cửa kinh tế (biến đại diện là tỷ số ngoại thương trên GDP). Chúng ta phân tích dựa trên phép hồi qui được thực hiện cho các số đo tổng hợp của sự hội nhập tài chính (Montiel 1994), có tính đến các dòng vốn vào quan sát được, sự biến động tiêu dùng vượt quá, sự vi phạm tình trạng ngang bằng lãi suất và mức độ tài trợ đầu tư bằng tiết kiệm trong nước; và đối với số đo thứ hai thì dựa trên độ lớn của sinh lợi vượt quá (Levine và Zervos 1995a). Đối với cả hai số đo, giá trị càng cao thể hiện mức độ hội nhập càng cao. Phép hồi qui được thực hiện cho hai số đo chiều sâu khu vực tài chính: tỷ số các khoản vay ngân hàng cho khu vực tư nhân trên GDP, và hệ số quay vòng thị trường chứng khoán tính theo tỷ phần GDP. Các hệ số của các số đo hội nhập tài chính được trình bày dưới đây có giá trị dương; và đối với số đo sinh lợi vượt quá, có ý nghĩa ở mức 5 phần trăm. Các phép hồi qui cũng xác nhận mối quan hệ nghịch biến quen thuộc giữa lạm phát và sự phát triển khu vực tài chính, một lần nữa minh họa cho vai trò của những yếu tố cơ bản tốt đẹp là điều kiện tiên quyết để một quốc gia hưởng lợi trọn vẹn nhờ hội nhập tài chính. Do vậy, các kết quả gợi ý mối quan hệ đồng biến giữa hội nhập và phát triển chiều sâu tài chính. Thật hợp lý khi cho rằng mối liên kết này ít ra cũng có phần nào tính nhân quả, cho dù mô thức quan hệ nhân quả khó mà thiết lập qua thực nghiệm, bởi vì sự hội nhập tài chính thường đi kèm bởi các bước tự do hóa thị trường tài chính trong nước.

<i>Hội nhập tài chính</i>	<i>Phát triển tài chính</i>	
	<i>Vay ngân hàng</i>	<i>Quay vòng</i>
Chỉ số tổng gộp	0,093*	0,003
<u>Sinh lợi vượt trội</u>	<u>0,033**</u>	<u>0,029**</u>

* mức ý nghĩa thống kê 10 phần trăm.

** mức ý nghĩa thống kê 5 phần trăm.

Vì việc phát triển chiều sâu tài chính có quan hệ mạnh mẽ và ít nhất cũng có quan hệ nhân quả phần nào đối với tăng trưởng, nên ảnh hưởng tích cực của hội nhập tài chính đối với việc phát triển chiều sâu tài chính đem đến một mối quan hệ gián tiếp giữa hội nhập và tăng trưởng. Để xem thử có mối quan hệ trực tiếp không, ta ước lượng một phép hồi qui tăng trưởng tiêu chuẩn (Barro và Sala-i-Martin 1995) cho một nhóm 24 quốc gia đang phát triển sẵn có các số đo hội nhập tài chính. Chỉ đưa vào hai số đo hội nhập tài chính thể hiện mối quan hệ đồng biến giữa hội nhập và tăng trưởng kinh tế, và đối với số đo suất sinh lợi vượt quá thì thể hiện mối quan hệ có ý nghĩa giữa hội nhập và tăng trưởng kinh tế. Bổ sung các chỉ báo về phát triển tài chính cho thấy rằng, nhìn lại quá khứ, lợi ích chính của hội nhập xảy ra thông qua sự phát triển tài chính tốt đẹp hơn. Nhưng vì sự đáp ứng của cả đầu tư và tiết kiệm thường chậm trễ, nên sự thiếu vắng mối quan hệ trực tiếp đáng kể giữa hội nhập và tăng trưởng cũng không có ý nghĩa nhiều lắm; vì những cải thiện đáng kể trong hội nhập tài chính chỉ đạt được trong một vài năm vừa qua, nên việc đánh giá đầy đủ về các ảnh hưởng tăng trưởng dài hạn chưa thể thực hiện được.

Lợi ích định lượng nhờ phát triển chiều sâu tài chính còn có thể được nâng cao hơn nữa thông qua sự cải thiện về *chất lượng* của trung gian tài chính. Một phần cải thiện xảy ra thông qua những điều kiện tiên quyết để hội nhập thành công, chẳng hạn như cải thiện các tiêu chuẩn kế toán và giám sát trong nước. Phần khác xảy ra thông qua việc học hỏi về những thông lệ thực hành tốt hơn cùng với sức ép tạo ra do cạnh tranh nhiều hơn. Tuy nhiên, quan trọng hơn cả là động lực cho những cải cách và phát triển thêm nữa được giải phóng ra thậm chí chỉ bằng những bước đi nhỏ bé ban đầu hướng tới sự hội nhập. Lấy ví dụ, sự phát triển chiều sâu hệ thống ngân hàng ban đầu sẽ nâng cao suất sinh lợi để đưa vào áp dụng một hệ thống thanh toán hiệu quả; việc phát triển thị trường vốn cổ phần trong nước sẽ kích thích nỗ lực cải thiện hệ thống thanh toán; tiềm năng phát hành chứng khoán trên các thị trường nước ngoài sẽ tăng cường những động cơ khuyến khích cải thiện các tiêu chuẩn kế toán trong nước v.v... Như vậy, một khi đã bắt đầu, sự hội nhập có thể khởi động các động lực tăng cường, tạo ra một chu kỳ phát triển định chế sâu xa hơn để có thể hội nhập trọn vẹn hơn. Dĩ nhiên, các động lực được giải phóng cũng có thể mang lại những rủi ro đáng kể và cần được quản lý khéo léo, như sẽ được thảo luận chi tiết trong các chương sau.

Bảng 3.1 Thay đổi hoạt động trong nước ở các thị trường vốn cổ phần mới nổi chọn lọc

Quốc gia	Hoạt động giao dịch trong nước/GDP ^a (phần trăm)		Số công ty mới niêm yết trên thị trường chứng khoán	
	Trước thời kỳ có các dòng vốn vào ^b	1994	Trước thời kỳ có các dòng vốn vào ^c	Suốt thời kỳ có các dòng vốn vào
Argentina	0,60	—	-27	1
Brazil	3,74	12,79	70	-48
Chile	2,53	—	-7	74
Ấn Độ	9,33	7,06	261	460
Indonesia	0,53	1,68	33	159
Hàn Quốc	29,94	70,83	314	30
Malaysia	7,56	89,36	44	240
Mexico	3,34	—	-3	3
Pakistan	0,49	1,78	78	213
Peru	0,31	2,46	117	-76
Philippines	2,31	10,88	-59	48
Ba Lan	0,04	4,13	9	35
Thái Lan	9,17	36,36	48	264

— Không có số liệu.

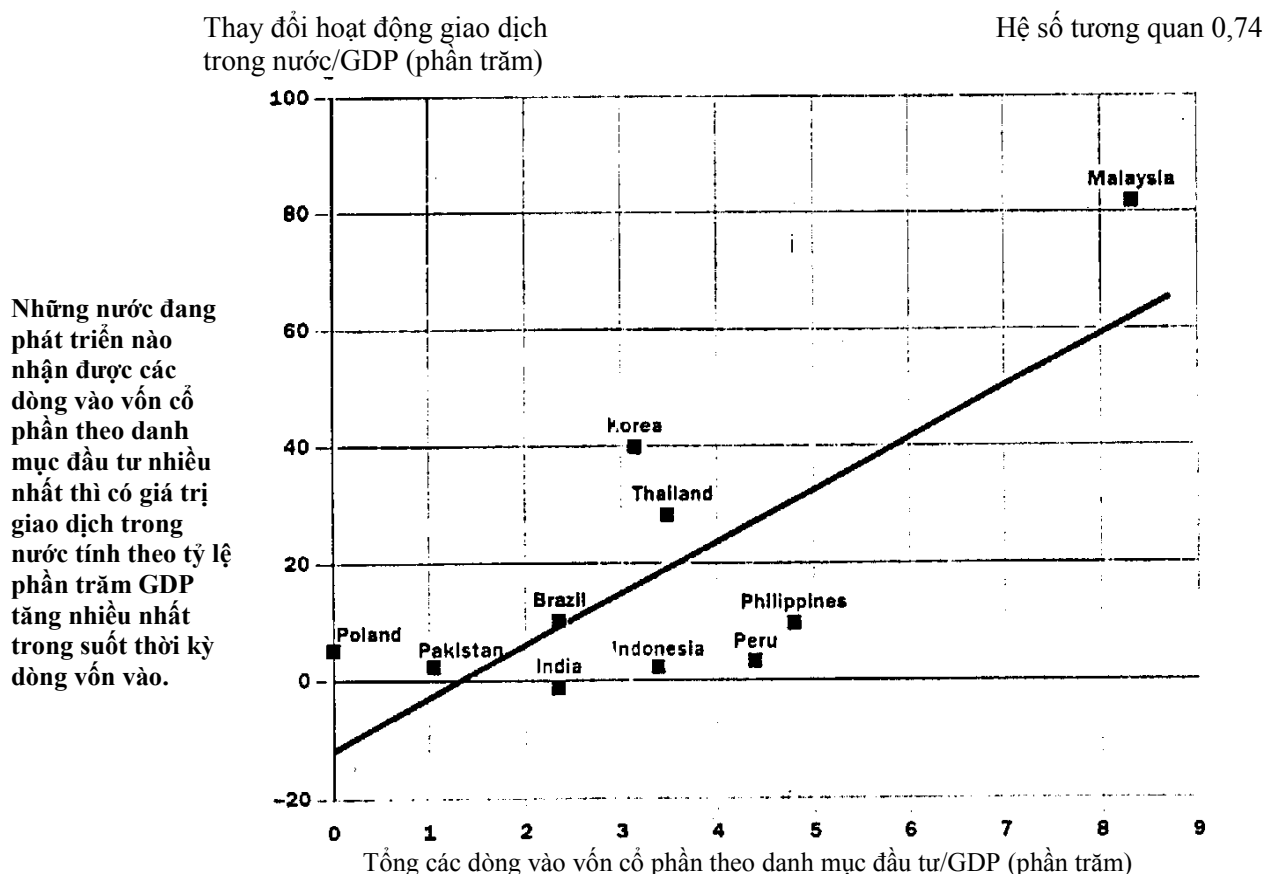
^a Dựa trên giá trị cổ phần giao dịch được ghi nhận là của các nhà đầu tư nước ngoài trong năm 1995, như trình bày chi tiết trong bảng 6.2, chương 6.

^b Trước thời kỳ có các dòng vốn vào ngụ ý vào năm trước khi bắt đầu thời kỳ có dòng vốn vào, như trình bày chi tiết trong chương 4.

^c Số công ty mới được niêm yết trong thời đoạn tương đương ngay trước thời kỳ có các dòng vốn vào.

Nguồn: IFC, *Emerging Stock Market Factbook 1996*.

Bằng chứng về những lợi ích phụ của quá trình hội nhập nhất thiết là có tính giai thoại, nhưng nó cũng có nhiều gợi ý. Lấy ví dụ, như biểu thị qua bảng 3.2, đối với các nước OECD ngăn chặn sự nhập ngành của các ngân hàng nước ngoài (đóng cửa), lợi nhuận bình quân và chi phí bình quân của ngân hàng trong những năm 80 cao hơn so với lợi nhuận và chi phí bình quân tại những nước cho phép nhập ngành (mở cửa), gợi ý rằng cạnh tranh gia tăng tại những nền kinh tế hội nhập dẫn đến những mối lợi về hiệu quả.

Hình 3.3 Tăng trưởng hoạt động giao dịch trong nước trên các thị trường vốn cổ phần mới nổi chọn lọc

Ghi chú: Tổng vốn cổ phần vào theo danh mục đầu tư bằng với tổng của các dòng vốn cổ phần vào theo danh mục đầu tư trong suốt thời kỳ chia cho GDP 1994.

Nguồn: IFC, Emerging Stock Market Factbook 1996; dữ liệu của Ngân hàng Thế giới.

Bảng 3.2 Các tỷ số hoạt động của ngân hàng ở các nền kinh tế OECD, thập niên 80

Chỉ báo	Mở cửa	Đóng cửa
Chênh lệch lợi tức gộp / khối lượng giao dịch	3,21	4,48
Lợi nhuận trước thuế / khối lượng giao dịch	0,58	0,78
Chi phí hoạt động / khối lượng giao dịch	2,27	3,25

Nguồn: Terell (1986)

Bảng 3.3 cho thấy rằng ngay cả các nước thành viên Liên minh châu Âu khá hiệu quả và hội nhập cũng gặt hái được những lợi ích đáng kể nhờ thực hiện những phương pháp thực hành

tốt nhất, gợi ý rằng đối với những nền kinh tế kém hiệu quả và kém hội nhập hơn thì mỗi lợi còn lớn lao hơn nữa.

Bảng 3.3 Tiết kiệm tiềm năng nhờ thực hiện những phương pháp thực hành tốt nhất, các nước EU chọn lọc
(phần trăm chi phí hiện tại)

Khu vực	Pháp	Đức	Y	Tây Ban Nha
<i>Ngân hàng</i>				
Tín dụng tiêu dùng	105	136	0	39
Thẻ tín dụng	0	60	89	26
Cầm cố	78	57	0	118
Ngoại hối	56	31	23	196
Vay thương mại	0	6	9	19
<i>Bảo hiểm</i>				
Nhân thọ	33	5	83	37
Nhà	39	3	81	0
Trách nhiệm nợ công cộng	117	47	77	24
<i>Chứng khoán</i>				
Chứng khoán vốn định chế	0	69	47	153
Chứng khoán định chế có bảo đảm (Institutional gilt)	57	0	92	60
<i>Giám chi phí tiềm năng chung</i>				
Ngân hàng	25	33	18	34
Bảo hiểm	24	10	51	32
Chứng khoán	23	11	33	44
<i>Tổng cộng</i>	24	25	29	34

Ghi chú: Giá trị zero (0) có ý nghĩa là chi phí bằng hay thấp hơn mức trung bình của bốn nhà cung cấp có chi phí thấp nhất. Phương pháp thực hành tốt nhất được đo bằng số trung bình của bốn nhà cung cấp có chi phí thấp nhất.

Nguồn: Dermine (1993)

Một ảnh hưởng gián tiếp khác của sự hội nhập, đó là tác động của cạnh tranh gia tăng đối với lãi suất, được trình bày trong bảng 3.4, cho thấy chênh lệch giữa lãi suất cho vay ngắn hạn và lãi suất tiền gửi trước và sau thời kỳ có sự hội nhập tài chính đáng kể đối với Pháp, Đức và Tây Ban Nha.

Bảng 3.4 Chênh lệch giữa lãi suất cho vay ngắn hạn và lãi suất tiền gửi: Pháp, Đức và Tây Ban Nha, 1980-89

	Pháp	Đức	Tây Ban Nha
1980-98	11,7	6,5	14,5
1986-89	8,8	5,5	9,3

Nguồn: Dermine (1993)

Nói tóm lại, sự hội nhập hứa hẹn những lợi ích gián tiếp đáng kể thông qua cải thiện *hiệu quả* của hệ thống tài chính, bao gồm các ảnh hưởng về tính thanh khoản của việc phát triển chiều sâu tài chính, ảnh hưởng lan tỏa về kiến thức, cạnh tranh gia tăng và các tiêu chuẩn giám sát và kế toán được cải thiện. Khả năng phân bổ các nguồn lực khan hiếm được cải thiện đến lượt nó sẽ nâng cao chất lượng đầu tư, thúc đẩy tăng trưởng và nhờ vậy kích thích sự phát triển khu vực tài chính hơn nữa, dẫn đến một chu kỳ phản hồi tích cực. Bằng chứng sẵn có cũng cho thấy những mối lợi tiềm năng đáng kể ngay cả đối với các nền kinh tế phát triển cao, nâng cao triển vọng về những lợi ích to lớn đối với các quốc gia kém hội nhập hơn.

Các ảnh hưởng lan tỏa (ngoại tác) của FDI

Hội nhập tài chính quốc tế cũng mở ra cánh cửa cho đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào và ra; điều này có thể ảnh hưởng đến sự tăng trưởng thông qua ba kênh. Thứ nhất, FDI có thể gia tăng tổng khối lượng đầu tư ở nước nhận đầu tư. Thứ hai, ngay cả nếu nó thay thế cho đầu tư trong nước thay vì bổ sung cho đầu tư trong nước, nó vẫn có thể hữu hiệu hơn so với nguồn vốn nó thay thế. Thứ ba, nó có thể tạo ra những ảnh hưởng lan tỏa (ngoại tác) làm tăng năng suất của nguồn vốn trong nước hiện hữu.

Cho dù khó xác định mức độ FDI bổ sung cho tổng khối lượng đầu tư, đa số nghiên cứu kết luận rằng dòng vào FDI ròng có xu hướng làm tăng tổng đầu tư trong nước. Thật vậy, nhiều bằng chứng có tính chất thăm dò hơn gợi ý rằng giá trị của đầu tư trong nước bị thay thế bằng FDI thường nhỏ hơn giá trị đầu tư trong nước tăng thêm do FDI khởi động (ví dụ, đầu tư tiếp theo bởi các nhà cung ứng trong nước), cho nên một đô-la FDI làm tăng thêm tổng đầu tư trong nước và nước ngoài *nhiều hơn* một đô-la (Borenzstein, de Gregorio và Lee 1995).

Lợi ích thứ hai của FDI – năng suất cao hơn của đầu tư nước ngoài so với đầu tư trong nước thì tương đối không còn gì phải tranh cãi nữa.⁵ Các công ty trong nước hưởng lợi nhờ am hiểu hơn về thị trường địa phương; để cạnh tranh, các công ty nước ngoài phải có một lợi thế bù lại, tính hiệu quả hơn rất nhiều. Lợi ích tiềm năng thứ ba của FDI bao gồm các ảnh hưởng lan tỏa (ngoại tác) thông qua nhiều kênh, bao gồm học hỏi thông qua làm việc, việc đưa vào áp dụng các kỹ thuật mới ở các nhà sản xuất kinh doanh cộng tác thượng nguồn và hạ nguồn, áp lực cải thiện hiệu quả các định chế trong nước v.v. Sự bổ sung bằng nguồn tài trợ tư nhân cho tổng đầu tư cơ sở hạ tầng – một xu hướng đang nổi lên – cũng sẽ nâng cao năng suất của các doanh nghiệp hiện tại. Các ảnh hưởng lan tỏa đáng kể đã được chứng minh trong một số nghiên cứu điển hình minh họa, cho dù bản chất chính xác của những mối lợi có tính đặc thù theo những tình huống cụ thể của nước nhận và nước đầu tư. Bằng chứng gián tiếp rõ rệt về tầm quan trọng của các ảnh hưởng lan tỏa được cung cấp bởi những sự kiện đã được đúc kết về sự gia tăng xuất khẩu đáng kể theo sau các dòng vào FDI – sự gia tăng không chỉ được qui cho việc tái xuất của các doanh nghiệp nước ngoài mới.

Như vậy, FDI ảnh hưởng đến tăng trưởng theo hai cách: bằng cách đóng góp cho khối lượng đầu tư và thông qua việc giúp cải thiện hiệu quả. Bằng chứng thực nghiệm gợi ý rằng tác động về tăng trưởng chủ yếu nhờ tính hiệu quả được cải thiện chứ không phải nhờ số lượng đầu tư gia tăng. Tuy nhiên, khi lý giải các kết quả này, cần lưu ý ba điều. Thứ nhất, các ảnh hưởng về chất lượng có tính chất tự loại trừ: khi các thông lệ thực hành trong nước được điều chỉnh, phạm vi ảnh hưởng lan tỏa giảm dần. Thứ hai, bằng chứng cho thấy rõ rệt rằng FDI theo sau chứ không phải khởi động tăng trưởng. Như vậy, lợi ích từ FDI, cũng giống như lợi ích về thị trường tài chính của sự hội nhập, có thể ủng hộ cho chu kỳ thuận lợi hiện có hơn là khởi đầu cho những chu

kỳ mới; sự hội nhập phóng đại những lợi ích của các yếu tố cơ bản tốt đẹp, chứ không thay thế được chúng. Thứ ba, ảnh hưởng ròng của FDI đối với tăng trưởng sẽ khác nhau giữa các nước nhận FDI. Trong những nền kinh tế bị biến dạng nhiều, FDI chủ yếu có thể khai thác những cơ hội mang lại lợi nhuận vượt mức bình thường (rent) trong nước; trong những nền kinh tế có các thị trường vận hành tốt, sinh lợi tương đối có thể chuyển FDI tới những khu vực bị đình trệ với lợi ích lớn hơn nhiều.

Tóm tắt

Hội nhập tài chính quốc tế hứa hẹn những lợi ích tăng trưởng đáng kể vốn có thể xảy ra thông qua một số kênh. Thứ nhất, hội nhập tài chính cắt đứt mối liên kết giữa tiết kiệm trong nước và đầu tư trong nước, giúp gia tăng đầu tư tại những nền kinh tế có hiệu suất hơn đồng thời gia tăng suất sinh lợi đối với những người tiết kiệm tại những nước kém hiệu suất hơn. Thứ hai, hội nhập cho phép việc góp chung để cùng chia sẻ rủi ro toàn cầu được cải thiện, giúp dịch chuyển các kết hợp đầu tư hướng tới những dự án có suất sinh lợi kỳ vọng cao hơn. Thứ ba, hội nhập làm phát triển chiều sâu và tăng tính hiệu quả của hệ thống tài chính trong nước, với những ảnh hưởng phản hồi tích cực đối với đầu tư và tăng trưởng. Và thứ tư, hội nhập cho phép có những ảnh hưởng lan tỏa quan trọng thông qua FDI, làm tăng hiệu quả của nguồn vốn trong nước. Thành phần và độ lớn của những lợi ích này sẽ khác nhau giữa các nước và phụ thuộc nhiều vào sự hiện diện của những yếu tố cơ bản đầy hứa hẹn và các chính sách kinh tế vững chắc.

Lợi ích đa dạng hóa

Lợi ích về phía sản xuất của hội nhập đã thảo luận trên đây có một hình ảnh phản chiếu qua gương về phía tiêu dùng. Cá nhân tại những nền kinh tế mới hội nhập có thể ổn định thu nhập và tiêu dùng của mình bằng cách giữ các tài sản nước ngoài (bổ sung cho thu nhập từ lao động phụ thuộc vào nền kinh tế trong nước bằng thu nhập từ vốn phụ thuộc vào các nền kinh tế nước ngoài) và bằng cách sử dụng thị trường vốn quốc tế để giảm khó khăn cho tiêu dùng trước những dao động nhất thời trong nền kinh tế trong nước. Như vậy, sự hội nhập cho phép tiêu dùng cá nhân bớt phụ thuộc vào vận mệnh của nền kinh tế trong nước, mà gần như là nguồn gốc của hầu hết mọi thu nhập từ lao động của họ.

Mặc dù cư dân ở các nền kinh tế hội nhập hưởng lợi từ sự hội nhập liên tục nhờ có được những lối thoát khác cho tiết kiệm của họ, và nhờ đó đa dạng hóa hơn nữa, nhưng các lợi ích của hội nhập được hưởng chủ yếu bởi cư dân của các nền kinh tế đang phát triển mới hội nhập, vì ba lý do. Thứ nhất, mức độ đa dạng hóa bắt đầu có thể rất hạn chế. Thứ nhì, tỷ giá ngoại thương và các cú sốc khác có xu hướng tác động đặc biệt lớn đối với những nền kinh tế nghèo hơn với cơ cấu sản xuất kém đa dạng và công cụ ổn định tự động kém hữu hiệu hơn. Thứ ba, chi phí phúc lợi của việc giảm tiêu dùng trước sự phát triển bất lợi là lớn nhất tại những nước có thu nhập trên đầu người thấp, và do vậy lợi ích từ việc giảm biến động tiêu dùng thông qua hội nhập cũng lớn nhất.

Độ lớn của lợi ích từ việc giảm rủi ro sẽ tùy thuộc vào mức độ giảm biến động tiêu dùng và tùy thuộc vào giá trị mà cá nhân đặt vào việc giảm biến động này. Một khối lượng tư liệu đáng kể về thành phần của danh mục đầu tư (phần nào đã được xem xét trong chương trước) gợi ý rằng người tiêu dùng tại các nền kinh tế phát triển và đang phát triển không gạt hái được toàn bộ lợi ích khả dĩ từ việc đa dạng hóa. Việc xem xét sự biến động tiêu dùng cũng gợi ý kết luận tương tự. Nếu cá nhân sử dụng thị trường vốn một cách hữu hiệu để ổn định tiêu dùng, sự biến

động thu nhập sẽ vượt xa sự biến động tiêu dùng. Ngoài ra, sự tăng trưởng tiêu dùng của các nước sẽ tương quan với nhau nhiều hơn so với sự tăng trưởng thu nhập, bởi vì người tiêu dùng tại tất cả các nước sẽ giữ quyền yêu cầu của họ – và cũng là sự chọn lựa tiêu dùng của họ – dựa trên sản xuất toàn cầu hơn là sản xuất quốc gia. Không một dự đoán nào nói trên được ủng hộ bởi số liệu: đối với phần lớn các nước có thu nhập trung bình và thấp, độ lệch chuẩn của tăng trưởng tiêu dùng vượt quá độ lệch chuẩn của tăng trưởng GDP, trong khi tương quan của tăng trưởng GDP trong nước với tăng trưởng GDP thế giới vượt quá tương quan của tăng trưởng tiêu dùng trong nước với tăng trưởng tiêu dùng thế giới.

Bảng 3.5 minh họa những sự kiện đã được đúc kết này, cho thấy số trung bình và độ lệch chuẩn của tăng trưởng tiêu dùng cũng như cơ cấu tương quan của chúng, đối với tám khu vực. Đối với bốn khu vực đang phát triển trong các cột có tiêu đề Nam Mỹ, Trung Mỹ, châu Phi và châu Á ngoại trừ Đông Á, độ lệch chuẩn của tăng trưởng tiêu dùng (số liệu thứ hai trong ngoặc đơn) vượt quá mức tăng trưởng tiêu dùng bình quân (số liệu đầu trong ngoặc đơn), gợi ý một phạm vi đáng kể cho việc ổn định tiêu dùng. Đối với bốn khu vực phát triển cao hơn, thứ tự xếp hạng đảo ngược lại, nhưng một lần nữa, sự biến động của tăng trưởng tiêu dùng có qui mô đáng kể và khác biệt nhiều giữa các khu vực, cho thấy các lợi ích đa dạng hóa chưa được khai thác, điều này cũng thể hiện qua các hệ số tương quan thấp của các mức tăng trưởng tiêu dùng giữa các khu vực.

Bảng 3.5 Tương quan chéo của tăng trưởng tiêu dùng, các khu vực chọn lọc, 1960-87

Khu vực	Nam Mỹ (3,11 – 4,57)	Trung Mỹ (1,68 – 2,96)	Châu Phi (1,31 – 3,59)	Châu Á (trừ Đông Á) (0,91 – 3,02)
Bắc Mỹ (2,35 – 1,76)	-0,24	-0,11	-0,41	0,11
Bắc Âu (2,87 – 1,31)	0,44	0,28	-0,03	-0,29
Nam Âu (3,13 – 3,03)	0,39	0,11	0,32	-0,16
Đông Á (3,64 – 2,12)	0,13	0,36	0,07	-0,29

Lưu ý: Con số thứ nhất trong ngoặc đơn là tăng trưởng tiêu dùng bình quân giữa 1960 và 1987; con số thứ hai là độ lệch chuẩn của tăng trưởng tiêu dùng trong cùng thời kỳ.

Nguồn: Obstfeld (1995).

Như vậy bằng chứng cho thấy khá rõ rệt rằng giảm biến động tiêu dùng có thể đạt được thông qua sử dụng các thị trường tài chính quốc tế một cách tốt hơn để dàn trải những xáo trộn thu nhập nhất thời và đa dạng hóa rủi ro quốc gia. Tiềm năng giảm biến động này có phải là một mối lợi đáng kể hay không, điều đó tùy thuộc vào giá trị mà cá nhân đặt vào việc giảm biến động tiêu dùng. Trong khi việc định lượng những mối lợi này vẫn còn là một lĩnh vực nghiên cứu thiết thực, bằng chứng nổi trội gợi ý những mối lợi đáng kể, cho dù không lớn lắm, nhờ việc giảm thiểu rủi ro. Đối với các thị trường phát triển, giới hạn trên của các khoản lợi là 5 phần trăm gia tăng mức tiêu dùng thường xuyên, với lợi ích phần nào lớn hơn đối với những nước đang phát triển có biến động thu nhập nhiều hơn (Tesar 1995, van Wincoop 1996).

Tóm lại, lợi ích từ hội nhập về phía tiêu dùng xảy ra theo hai cách: phạm vi giảm thiểu rủi ro thông qua đa dạng hóa tốt hơn và khả năng sử dụng các thị trường tài chính quốc tế để bù đắp những biến động thu nhập nhất thời, và khả năng dịch chuyển đến danh mục đầu tư với sinh

lợi kỳ vọng cao hơn, đó là hình ảnh đối xứng qua gương của việc dịch chuyển hướng tới những dự án đầu tư có sinh lợi kỳ vọng cao hơn như đã thảo luận ở trên. Bằng chứng thực nghiệm gợi ý rằng, mặc dù có nhiều chỗ cho việc đa dạng hóa rủi ro, nhưng những mối lợi cơ bản không xảy đến thông qua bản thân việc giảm thiểu rủi ro, mà đúng hơn là thông qua khả năng gia tăng sinh lợi bình quân của danh mục đầu tư (và do vậy, thông qua mức tăng trưởng tiêu dùng), là hệ quả của sự đa dạng hóa.

Kết luận

Sự hội nhập tài chính quốc tế được quản lý tốt hứa hẹn những lợi ích đáng kể. Lợi ích thu được cả về phía sản xuất lẫn phía tiêu dùng. Sự hội nhập có triển vọng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, một phần bởi vì sự đa dạng hóa tốt hơn cho phép chuyển sang những dự án đầu tư tuy rủi ro hơn nhưng sinh lợi hơn, và một phần do những ảnh hưởng lan tỏa trong khu vực tài chính và thông qua FDI. Sự hội nhập cũng hứa hẹn làm giảm những biến động tiêu dùng thông qua việc cho phép đa dạng hóa danh mục đầu tư tốt hơn và việc đi vay và cho vay quốc tế để bù đắp những dao động nhất thời trong vận mệnh quốc gia. Các nghiên cứu thực nghiệm gợi ý rằng những lợi ích cơ bản sẽ xảy đến chẳng phải thông qua vòng đầu tiên của các ảnh hưởng đa dạng hóa (nghĩa là, thông qua sự thay đổi mô thức sở hữu địa lý của các tài sản *hiện hữu*, mà đúng hơn là thông qua sự thay đổi đầu tư dần dần hướng đến những dự án có sinh lợi cao hơn có thể được thực hiện thông qua khả năng giảm thiểu rủi ro và cân bằng sinh lợi quốc tế.

Cũng nên nhấn mạnh một lần nữa rằng trọng tâm của chúng ta trong chương này là những tình huống tốt nhất. Nếu như các nền kinh tế đang hội nhập gặp phải những biến dạng bên ngoài thị trường tài chính, các ảnh hưởng phúc lợi của sự hội nhập có thể khác biệt đáng kể, và ít nhiều có thể dẫn đến các dòng vào gây ra nghèo đói hơn. Chương sau sẽ được dành cho thách thức của việc quản lý quá trình chuyển tiếp sang hội nhập tài chính hoàn toàn này.

Chú thích

¹ Ảnh hưởng chung của sự hội nhập đối với tiết kiệm có tính chất mơ hồ. Mặc dù sự tiết kiệm dự phòng có thể giảm, nhưng sinh lợi cao hơn có thể kích thích tiết kiệm, tùy thuộc vào sự đánh đổi quen thuộc giữa ảnh hưởng thu nhập và ảnh hưởng thay thế.

² Tư liệu khá phong phú. Hãy đọc những công trình nghiên cứu gần đây của Levine và Zervos (1995a) và De Gregorio và Guidotti (1995). *Báo cáo phát triển thế giới* 1989 (Ngân hàng Thế giới 1989) đưa ra sự đánh giá sâu sắc về mối liên kết giữa phát triển khu vực tài chính và phát triển chung.

³ Demircuc-Kunt và Maksimovic (1994) và Glen và Pinto (1994) trình bày những bằng chứng bổ sung.

⁴ Điều này giả định rằng mọi hoạt động giao dịch trong năm đó có xuất xứ trong nước. Đồng thời, chúng ta cũng giả định rằng tỷ phần hoạt động giao dịch của các nhà đầu tư nước ngoài trong năm cuối của thời kỳ dòng vốn vào được biểu thị trong bảng 6.2, mà thực sự là đề cập đến năm 1995. Không rõ là những giả định này làm biến dạng các kết quả đến chừng mực nào và theo chiều hướng nào. Tuy nhiên, đối với những nước có sẵn chuỗi dữ liệu theo thời gian (ví dụ, Thái Lan), tỷ phần của các nhà đầu tư nước ngoài trong hoạt động giao dịch năm 1994 thấp hơn so với năm 1995. Điều này gợi ý rằng giao dịch trong nước lớn hơn so với số liệu biểu thị trong bảng.

⁵ Có một ngoại lệ nếu như FDI được thúc đẩy bởi sự tránh né thuế nhập khẩu. Tuy nhiên, tầm quan trọng của việc né tránh thuế nhập khẩu như một nguyên nhân của FDI được xem như không còn đáng kể nữa (Ngân hàng Thế giới 1997).