18/12/2014

NGUYỄN XUÂN THÀNH (thanhxn@fetp.edu.vn)
ĐỖ THIÊN ANH TUẤN (tuandt@fetp.edu.vn)

TĂNG CƯỜNG PHỐI HỢP CHÍNH SÁCH KINH TẾ VĨ MÔ VỚI CHÍNH SÁCH GIÁM SÁT AN TOÀN TÀI CHÍNH Ở VIỆT NAM NHÌN TỪ KINH NGHIỆM QUỐC TẾ

Đặt vấn đề

Nhiều cuộc khủng hoảng tài chính gần đây ở nhiều quốc gia cho thấy sự thất bại của các hệ thống giám sát tài chính, từ các mô thức giám sát đơn giản cho đến các mô thức phức tạp hơn. Từ các thất bại này, nhiều người cho rằng điều quan trọng có lẽ không phải là việc xây dựng mô thức tổ chức giám sát tài chính như thế nào mà là làm sao để mô thức giám sát tài chính đó có thể tương thích hay thích ứng kịp với các thay đổi về sự cách tân trong các cấu trúc của thị trường tài chính và nền kinh tế thực. Các tương tác chính sách giữa các cơ quan chịu trách nhiệm giám sát tài chính chuyên ngành là quan trọng nhưng sự điều phối chính sách giữa cơ quan giám sát tài chính với cơ quan quản lý kinh tế cũng hết sức quan trọng và ngày càng dành được sự quan tâm của các chính phủ. Các nhà quản lý chính sách kinh tế vĩ mô là những người nắm giữ các công cụ có thể tác động đến các biến số thực của nền kinh tế như sản lượng, công ăn việc làm, và thu nhập nhưng đồng thời các công cụ chính sách này cũng tác động đến khu vực tiền tệ và tài chính của nền kinh tế. Thậm chí khu vực tài chính còn được xem là có sự phản ứng nhanh nhạy hơn so với khu vực sản xuất trước các tác động của việc thực thi chính sách kinh tế vĩ mô. Chính vì vậy, phạm vi của giám sát tài chính không chỉ là giới hạn ống kính của mình vào khu vực tài chính (với các trục trặc mang tính tự phát sinh của bản thân hệ thống tài chính hoặc của từng định chế tài chính) mà còn xem xét các tác động có thể có của việc thực thi các chính sách kinh tế vĩ mô đến sự ổn định của hệ thống tài chính (qua các kênh như tín dụng, lãi suất, thuế, giá tài sản, v.v…).

Người ta thường phân tích tác động của sự bất ổn tài chính lên nền kinh tế thực nhưng các trục trặc của nền kinh tế thực cũng có thể lan truyền nhanh chóng đến khu vực tài chính. Việc kiểm soát các biến số thực của nền kinh tế không phải là nhiệm vụ của việc giám sát tài chính, nó thuộc chức trách của các cơ quan thực thi và quản lý chính sách kinh tế như ngân hàng trung ương hay bộ tài chính. Ngược lại, việc giám sát tài chính lại thường được giao cho các cơ quan chuyên trách thực hiện. Ngay cả khi các cơ quan giám sát này được tổ chức dưới dạng là một đơn vị trực thuộc ngân hàng trung ương hay bộ tài chính thì chức năng giám sát cũng phải được phân tách một cách rõ ràng với chức

Bài viết này được chuẩn bị theo yêu cầu của Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia (NFSC) phục vụ cho Hội thảo "Tăng cường giám sát và lành mạnh hóa hệ thống tài chính", được NFSC phối hợp với Ban Kinh tế Trung ương, Ủy ban kinh tế của Quốc hội và Ngân hàng thế giới tại Việt Nam tổ chức tại Hà Nội ngày 18/12/2013. Các quan điểm trình bày trong bài viết là của các tác giả và không nhất thiết phản ánh quan điểm của Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright. Bài viết vẫn còn là bản thảo, chính vì vậy mọi sự trích dẫn hay phổ biến đều phải được sự đồng ý của các tác giả.

năng điều hành chính sách kinh tế vĩ mô. Trong trường hợp này, vai trò của sự hợp tác và điều phối chính sách giữa cơ quan chịu trách nhiệm thực thi chính sách kinh tế vĩ mô với cơ quan phụ trách giám sát an toàn tài chính trở nên cần thiết và mới có ý nghĩa. Mục tiêu của sự phối hợp không chỉ nhằm giúp cho cơ quan giám sát có thể giám sát tốt hơn hệ thống tài chính mà còn giúp cho các cơ quan của chính phủ có thể chủ động hơn trong việc thực thi các chính sách kinh tế vĩ mô của mình. Mục đích cuối cùng mà sự phối hợp này hướng đến chính là sự tăng trưởng bền vững và có năng suất của khu vực sản xuất đi cùng với một hệ thống tài chính ổn định, lành mạnh và hiệu quả.

Đối với Việt Nam, trong gần 7 năm qua, các trục trặc của nền kinh tế đi cùng với sự bất ổn và thiếu lành mạnh của hệ thống tài chính, đặc biệt là khu vực ngân hàng. Thật khó để chứng minh rằng khu vực nào là nguyên nhân và khu vực nào là hệ quả của các bất ổn kinh tế - tài chính, song có thể nói rằng các trục trặc kinh tế và bất ổn tài chính hiện nay giống như một nút thắt đan xen, níu kéo nhau và cùng kìm hãm sự phát triển của nền kinh tế thực và sự an toàn, lành mạnh của hệ thống tài chính. Trước thực trạng này, một sự điều phối và phối hợp giữa chính sách kinh tế vĩ mô và chính sách giám sát an toàn tài chính dù không phải là chiếc đũa thần để có thể xử lý được mọi vấn đề nhưng hy vọng sẽ tìm thấy một phần lời giải cho việc tháo gỡ các bế tắc hiện nay của cả nền kinh tế thực lẫn khu vực tài chính.

Bài viết này sẽ phân tích sự cần thiết phải tăng cường phối hợp chính sách giám sát an toàn tài chính với các chính sách kinh tế vĩ mô. Một số kinh nghiệm quốc tế trong việc tiếp cận các mô thức giám sát an toàn tài chính và phối hợp chính sách sẽ rất hữu ích vì qua đó làm cơ sở định vị mô hình giám tài chính hiện nay của Việt Nam, đồng thời giúp chỉ ra một số ưu điểm lẫn trục trặc của hệ thống giám sát tài chính hiện hành cũng như các rào cản gặp phải trong quá trình phối hợp chính sách và cả những gì được coi là cản trở cho các nỗ lực điều phối chính sách hiện nay.

Chính sách kinh tế vĩ mô

Chính sách kinh tế vĩ mô là tập hợp các quy tắc và quy định nhằm kiểm soát, kích thích hoặc bình ổn các chỉ báo tổng gộp của nền kinh tế (Mankiw 2010). Các chỉ số tổng gộp này bao gồm thu nhập quốc dân, cung tiền, lạm phát, thất nghiệp, tốc độ tăng trưởng, lãi suất, tiêu dùng, đầu tư, tiết kiệm, ngoại thương và nhiều chỉ báo khác. Nói một cách ngắn gọn, chính sách kinh tế vĩ mô là hệ thống các chính sách của chính phủ nhằm hướng đến các mục tiêu của nền kinh tế vĩ mô như tăng trưởng, công bằng và toàn dụng. Có nhiều chính sách kinh tế vĩ mô khác nhau như chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ, chính sách cơ cấu, chính sách ngoại thương… trong đó hai chính sách đầu tiên thường được đề cập nhất.

Chính sách tài khóa là một loại chính sách kinh tế vĩ mô, theo đó chính phủ sẽ làm thay đổi các khoản mục chi tiêu và thuế nhằm kích thích nền kinh tế. Trong khi đó, chính sách tiền tệ hướng đến sự thay đổi của cung tiền trong nền kinh tế (Krugman and Wells 2012). Ngoài ra, một số chính sách khác như chính sách quản lý nợ, chính sách phân phối thu nhập, chính sách cạnh tranh… cũng được xem là các chính sách kinh tế vĩ mô có tác động đến các chỉ báo chung của nền kinh tế. Trong bài này, chúng tôi chỉ tập trung vào sự tương tác giữa chính sách giám sát thận trọng tài chính với hai chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa – với tư cách là hai trụ cột chính của chính sách kinh tế vĩ mô.

Chính sách giám sát an toàn tài chính

Chính sách giám sát an toàn tài chính có mục tiêu cơ bản là hướng đến sự ổn định của các định chế tài chính và/hoặc hệ thống tài chính nói chung (RBA Bulletin 1996).[1] Chính sách giám sát an toàn tài chính truyền thống tập trung vào các định chế tài chính, với mục đích bảo vệ khả năng thanh toán hoặc khả năng tồn tại của các định chế này. Bản thân từ *bảo đảm an toàn* hay *thận trọng* (prudential) ngụ ý rằng mối quan tâm của các cơ quan giám sát an toàn tài chính là bảo đảm, hoặc chính xác hơn là khuyến khích và thúc đẩy các hành vi thận trọng của những nhà điều hành các định chế tài chính.

Bảng 1. So sánh cách tiếp cận giám sát an toàn vĩ mô và giám sát an toàn vi mô

	An toàn vĩ mô	An toàn vi mô
Mục tiêu	Ngăn ngừa rủi ro hệ thống lên hệ thống tài chính: giảm thiểu các thất bại trên phạm vi rộng của hệ thống tài chính	Ngăn ngừa rủi ro phi hệ thống của từng định chế tài chính riêng lẻ: bảo vệ người gửi tiền và nhà đầu tư
Việc thực hiện kiểm soát giám sát	Trên xuống (Top – down): Thiết lập các giới hạn kiểm soát đảm bảo an toàn căn cứ vào xác suất và chi phí của các bất ổn tài chính	Dưới lên (Bottom – up): Thiết lập và tổng gộp (aggregate) các biện pháp kiểm soát đảm bảo an toàn trong mối liên hệ với rủi ro của từng định chế tài chính
Các đặc tính của rủi ro	Nội sinh (Endogenous): Bắt nguồn từ các hành vi tập thể của và giữa các định chế tài chính	Ngoại sinh (Exogenous): Hành động của từng định chế tài chính riêng lẻ và không liên quan đến sự phản ứng của các hành động tập thể
Sự phơi nhiễm thông thường đối với rủi ro hệ thống	Có liên quan và quan trọng: Nguyên nhân của các sai lầm thành phần	Không liên quan
Sử dụng công cụ	Các công cụ đảm bảo an toàn tiêu chuẩn cùng với các biện pháp dự phòng và định giá rủi ro	Các tiêu chuẩn đảm bảo khả năng thanh toán thống nhất và quy tắc đạo đức kinh doanh (codes of conduct)
Trọng tâm giám sát	Tập trung vào hệ ngân hàng và các định chế tài chính khác, giám sát thị trường, và định hướng nghịch chu kỳ (countercyclical orientation)	Bảo vệ từng định chế riêng lẻ

Nguồn: Crockett (2000), Borio (2003, 2009), Park (2012).

Với ý nghĩa này, một số chỉ tiêu giám sát mà các nhà quản lý thường hướng đến như hệ số đủ vốn, hệ số thanh khoản, hệ thống quản trị rủi ro, các giới hạn tín dụng và đầu tư, giới hạn sở hữu, hoặc các quy định về hạn chế phạm vi hoạt động (ngăn tách giữa 3 khu vực ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm), v.v… Giám sát an toàn tài chính cũng liên quan đến việc ngăn ngừa khả năng lây lan giữa các định chế tài chính. Vô số kinh nghiệm đã cho thấy trục trặc của một định chế tài chính này có thể nhanh chóng lây lan sang các định chế tài chính khác, dẫn đến sự đổ vỡ hàng loạt của cả hệ thống tài chính.

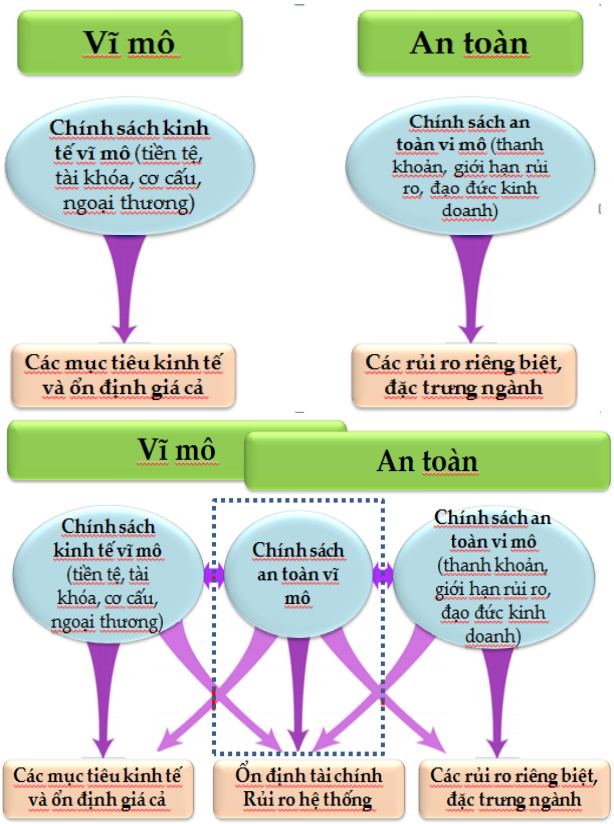
[1] Reserve Bank of Australia Bulletin, 1996.

Có hai cấp độ chính sách đảm bảo an toàn đối với hệ thống tài chính, gồm chính sách an toàn vi mô (microprudential policy) và chính sách an toàn vĩ mô (macroprudential policy). Các chính sách an toàn vi mô hướng đến mục tiêu kiểm soát các rủi ro mang tính đặc thù của ngành (idiosyncrratic risks) hay còn gọi là rủi ro phi hệ thống (unsystemic risks) mà từng loại hình định chế tài chính có thể gặp phải nhằm bảo vệ lợi ích của người gửi tiền và các nhà đầu tư. Trong khi đó, chính sách an toàn vĩ mô hướng mục tiêu vào việc kiểm soát các rủi ro có tính hệ thống (systemic risks) của toàn bộ hệ thống tài chính, qua đó nhằm giảm thiểu các thất bại có thể xảy ra trên một phạm vi rộng lớn hơn của toàn hệ thống.[2]

Các chính sách đảm bảo an toàn của từng định chế riêng lẻ hay còn gọi là giám sát an toàn vi mô được xem là một chính sách quan trọng nhằm giúp ổn định được hoạt động của các định chế, từ đó giúp ngăn ngừa các tác động bất lợi lên sự bất ổn tài chính của toàn hệ thống. Tuy nhiên, sự lành mạnh của một định chế riêng lẻ không nhất thiết và cũng không phải là điều kiện đủ cho một hệ thống tài chính ổn định (Goodhart 2004). Hơn nữa, như lịch sử cho thấy các rủi ro hệ thống không nhất thiết lúc nào cũng bắt nguồn từ sự đổ vỡ của một định chế tài chính. Các rủi ro hệ thống có thể phát sinh từ những trục trặc khác, chẳng hạn như sự bất ổn của nền kinh tế thực (real economy), tác động của điều hành chính sách kinh tế vĩ mô, hoặc do tính thuận chu kỳ (procyclical) của dòng vốn quốc tế. Chính vì vậy, việc tập trung giám sát hướng vào từng định chế tài chính riêng lẻ của chính sách đảm bảo an toàn vi mô không giúp tránh khỏi các rủi ro lên toàn bộ hệ thống tài chính trong điều kiện tài khoản vốn của các quốc gia ngày càng mở, sự biến động của dòng vốn quốc tế ngày càng tăng, các chu kỳ bùng phát – đổ vỡ tín dụng hoặc giá các tài sản diễn ra thường xuyên hơn, hay sự thay đổi bất chợt về niềm tin và sự kỳ vọng của thị trường cũng rất khó lường trước (Park 2012).

[2] Xem thêm Galati and Moessner (2011) để hiểu rõ hơn lịch sử các nghiên cứu.

Hình 1. Chính sách và mục tiêu trước và sau khủng hoảng hệ thống tài chính



Nguồn: IMF và bổ sung của tác giả.

Những giới hạn của chính sách an toàn vi mô buộc các nhà hoạch định chính sách chuyển sự quan tâm của mình sang các chính sách đảm bảo an toàn vĩ mô, đặt các chính sách này vào trung tâm của sự tương tác giữa các chính sách kinh tế vĩ mô với các chính sách đảm bảo an toàn vi mô (xem Hình 1). Mục tiêu của chính sách an toàn vĩ mô được xác định rất rõ ràng, đó là thúc đẩy sự ổn định của toàn bộ hệ thống tài chính mà không nhất thiết là sự an toàn của từng định chế tài chính riêng lẻ cấu thành trong nó (Clement 2010). Nói khác đi, chính sách an toàn vĩ mô tập trung sự quan tâm của mình vào các rủi ro hệ thống[3], giúp bình ổn được toàn bộ hệ thống tài chính, nhờ đó là ổn định được toàn bộ nền kinh tế (Crockett 2000). Với ý nghĩa này, chính sách an toàn vĩ mô được cho là sẽ bổ sung cho chính sách an toàn vi mô và giúp tương tác với các chính sách kinh tế vĩ mô có tác động lên sự ổn định của hệ thống tài chính (IMF 2011).

Sự cần thiết phối hợp chính sách

Có một số lý do giải thích vì sao cần phải có sự phối hợp giữa chính sách kinh tế vĩ mô với chính sách giám sát thận trọng tài chính. *Thứ nhất*, do quá trình thực thi các chính sách kinh tế vĩ mô luôn có những tác động lên sự ổn định của hệ thống tài chính. Thậm chí khu vực tài chính thường có những phản ứng nhanh nhạy trước cả khu vực sản xuất khi các chính sách kinh tế vĩ mô thay đổi. *Thứ hai*, các trách nhiệm giám sát tài chính thường được giao cho nhiều cơ quan phụ trách khác nhau, trong

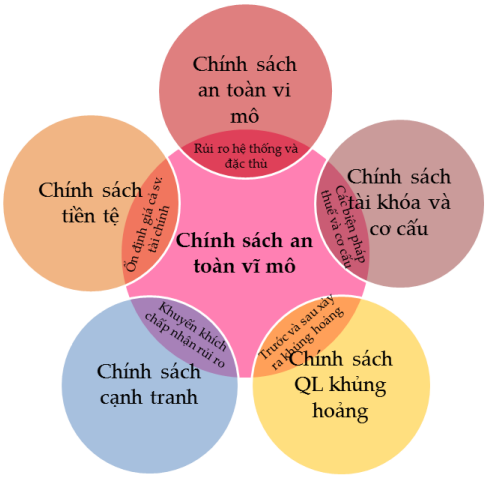
[3] Theo định nghĩa của Ngân hàng Thanh toán Quốc tế (BIS), rủi ro hệ thống được định nghĩa là rủi ro của sự gián đoạn các dịch vụ tài chính gây ra bởi một sự thiệt hại của tất cả hay các phần của hệ thống tài chính và có tiềm năng sẽ gây ra những hệ quả tiêu cực nghiêm trọng cho nền kinh tế thực (CGFS 2010).

khi tính tương thuộc giữa các khu vực trong hệ thống tài chính lại rất khăn khít. *Thứ ba*, các công cụ giám sát tài chính thường được chia sẻ hoặc thậm chí dùng chung giữa các cơ quan thực thi chính sách kinh tế và giám sát tài chính. *Thứ tư*, trong mỗi một cơ quan thực thi chính sách kinh tế vĩ mô đều có chức năng giám sát an toàn vĩ mô, trong khi giám sát an toàn vĩ mô và giám sát an toàn tài chính lại có sự giao pha lẫn nhau, nên sự phối hợp sẽ giúp tăng tính hiệu quả của các mô thức giám sát. *Thứ năm*, giữa các mục tiêu chính sách vĩ mô với mục tiêu ổn định và an toàn tài chính không phải lúc nào cũng tương thích, thậm chí trong nhiều trường hợp lại có sự xung đột, chính vì vậy một sự phối hợp hiệu quả sẽ giúp tìm thấy điểm cân bằng giữa các mục tiêu chính sách.

Những lý do này đã đặt ra yêu cầu cần phải có sự phối hợp giữa các cơ quan thực thi chính sách với nhau và giữa các cơ quan thực thi chính sách với cơ quan giám sát tài chính. Tùy theo từng bối cảnh mà sự phối hợp có thể mang tính phi chính thức, chẳng hạn như một sự trao đổi quan điểm trong điều hành chính sách, hoặc chính thức, chẳng hạn như tổ chức một cuộc họp tham vấn ý kiến. Trong một số trường hợp, một hội đồng điều phối có thể được thành lập chịu trách nhiệm liên kết và điều phối hợp tác giữa các cơ quan thực thi chính sách khác nhau của chính phủ. Giải pháp phù hợp tùy thuộc vào các mục tiêu mà các cơ quan thực thi chính sách theo đuổi là gắn kết với nhau hay khác nhau hay thậm chí là xung đột nhau. Khả năng hợp tác còn phụ thuộc vào các quy chế quản trị nhà nước hiện hành và các trách nhiệm giải trình đối với từng cơ quan hoạch định và thực thi chính sách cụ thể.

Hình 2 cho thấy sự tương tác giữa các chính sách vĩ mô với chính sách an toàn vĩ mô. Sự tương tác giữa chính sách an toàn vĩ mô với chính sách tiền tệ giúp hỗ trợ cho mục tiêu ổn định giá cả - vốn là một nhiệm vụ quan trọng của chính sách tiền tệ, đồng thời cũng giúp ổn định tài chính – là một mục tiêu của chính sách an toàn vĩ mô. Trong khi đó, sự tương tác giữa chính sách tài khóa với chính sách an toàn vĩ mô sẽ hỗ trợ cho việc đạt được các mục tiêu của chính sách thuế và chính sách cơ cấu. Tương tác giữa chính sách an toàn vĩ mô với chính sách cạnh tranh giúp định hình thái độ chấp nhận rủi ro của nền kinh tế và nhà đầu tư. Sự phối kết giữa chính sách an toàn vĩ mô với chính sách an toàn vi mô sẽ giúp cách ly các rủi ro hệ thống ra khỏi các rủi ro đặc thù và ngược lại.

Hình 2. Tương tác giữa các chính sách vĩ mô với chính sách an toàn vĩ mô.



Nguồn: IMF 2013c.

Sự tương tác giữa chính sách kinh tế vĩ mô với sự an toàn của hệ thống tài chính

Chính sách tiền tệ

Kênh dẫn truyền chủ yếu của chính sách tiền tệ đến nền kinh tế thường là thông qua hệ thống tài chính, trong đó quan trọng là hệ thống ngân hàng. Một hệ thống ngân hàng hiệu quả sẽ giúp nâng cao tính hiệu lực của chính sách tiền tệ, đồng thời giảm các rủi ro không mong muốn, chẳng hạn như các tác động lên bảng cân đối tài sản, do quá trình điều tiết cung tiền thường thông qua kênh ngân hàng. Trong trường hợp này, hệ thống giám sát an toàn tài chính có vai trò nhận dạng ra các rủi ro tiềm ẩn, đưa ra các tín hiệu cảnh báo, thực thi một số các biện pháp đảm bảo an toàn, ngăn ngừa hành vi chấp nhận rủi ro quá mức[4], đồng thời phối hợp với ngân hàng trung ương nhằm có chính sách ứng phó thích hợp trên cả hai phương diện điều phối cung tiền và điều phối giám sát (IMF 2013b).

Để cho sự điều phối này có hiệu quả đòi hỏi cả hai cơ quan giám sát và ngân hàng trung ương phải có năng lực và khuôn khổ điều phối mạnh mẽ. Để có được một khuôn khổ điều phối mạnh mẽ, ngoài việc đòi hỏi sự chủ động và tương tác thường xuyên, hai cơ quan giám sát và ngân hàng trung ương còn phải là các cơ quan có đủ thẩm quyền điều phối và khả năng duy trì tính độc lập của mình. Sự tương tác giữa chính sách tiền tệ và chính sách giám sát an toàn tài chính đòi hỏi mức độ điều phối hiệu quả giữa hai cơ quan, trong khi vẫn giữ được tính độc lập và độ tin cậy của chính sách tiền tệ. Bản thân ngân hàng trung ương sẽ có lợi ích lớn khi theo đuổi các chính sách giám sát an toàn hệ thống ngân hàng trong khi không nhất thiết phải làm phương hại đến mục tiêu cơ bản của chính sách tiền tệ. Nghiên cứu của Nier et al. (2009) cho thấy rằng một hệ thống tài chính không an toàn sẽ làm gia tăng chi phí trong điều hành chính sách.[5] Ngược lại, cơ quan giám sát cũng có lợi khi các chính sách tiền tệ hướng đến các mục tiêu vĩ mô hiệu quả.

Tuy nhiên, điều không thể tránh khỏi, ngay cả khi chính sách tiền tệ được thiết lập để theo đuổi các mục tiêu của mình, chẳng hạn như ổn định giá cả, thì vẫn có một số ảnh hưởng không mong muốn lên sự ổn định của hệ thống tài chính. Chẳng hạn như khi ngân hàng trung ương theo đuổi chính sách lãi suất thấp nhằm kích thích sự phát triển của nền kinh tế hay gia tăng số lượng công ăn việc làm cho người dân thì chính sách này có thể tạo ra sự tăng trưởng tín dụng quá mức, hình thành nên các bong bóng giá tài sản tài chính không mong muốn và gieo những hạt giống cho sự bất ổn tài chính. Tương tự như vậy, trong một nền kinh tế mở và nhỏ, việc gia tăng lãi suất có thể là cần thiết nhằm tránh các cú sốc của lạm phát, nhưng điều này lại khuyến khích các dòng vốn đổ vào nhiều hơn gây nên những rủi ro cho hệ thống tài chính. Việc cắt giảm lãi suất có thể là cần thiết nhằm làm dịu sức cầu trong nước nhưng lại có thể làm cho dòng vốn chảy ngược trở ra mà điều này có nguy cơ gây ra rủi ro lớn hơn đối với hệ thống tài chính trong nước. Thách thức sẽ còn lớn hơn nếu như quốc gia này theo đuổi mục tiêu tỷ giá cố định.[6] Sự dịch chuyển của dòng vốn dưới tác động của chính sách tiền tệ nhằm theo đuổi các mục tiêu của mình có thể làm gia tăng các rủi ro đối với hệ thống tài chính và chi phí quá lớn để duy trì cơ chế tỷ giá cố định.

[4] Chẳng hạn như sử dụng đòn bẩy tài chính cao, tiếp xúc nhiều với những tài sản rủi ro, nắm giữa nhiều khoản nợ mong manh dễ tổn thương (như nợ ngắn hạn, nợ ngoại tệ).

[5] Nier, Erlend W., 2009, "Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks", IMF Working Paper 09/90 (Washington: International Monetary Fund).

[6] Lý thuyết bộ ba bất khả thi (impossible trinity) cho rằng một nền kinh tế mở và nhỏ sẽ không khả thi khi cố gắng đạt được đồng thời ba mục tiêu là tỷ giá cố định, chính sách tiền tệ độc lập, và dòng vốn tự do.

Trong trường hợp này, một khuôn khổ giám sát an toàn tài chính hữu hiệu có thể giúp giảm bớt các xung đột về mặt chính sách và tạo thêm không gian để chính sách tiền tệ có thể theo đuổi các mục tiêu của mình (IMF 2013c). Nói cách khác, các chính sách giám sát an toàn tài chính tốt có thể giúp ngăn ngừa các tác dụng phụ không mong muốn đến từ khu vực tài chính và ngân hàng, chẳng hạn như chấp nhận rủi ro quá mức hay phân bổ lệch lạc nguồn lực, dưới tác động của các chính sách nới lỏng hay thắt chặt tiền tệ. Tuy nhiên, ngân hàng trung ương không thể đòi hỏi các cơ quan giám sát an toàn tài chính lúc nào cũng phải hoạt động hiệu quả và chịu trách nhiệm cho sự ổn định tài chính dưới tác động của điều hành chính sách tiền tệ, do đó trong quá trình thực thi chính sách tiền tệ, ngân hàng trung ương luôn cần phải xem xét đến sự ổn định tài chính, các khả năng có thể tạo ra sự bất ổn và cả năng lực giám sát của cơ quan giám sát (Blanchard et al. 2013, và Stein 2013). Để đạt được yêu cầu này, một sự phối hợp chính sách là rất quan trọng và cần thiết nhằm một mặt làm cho chính sách tiền tệ trở nên hiệu quả hơn nhưng không gây phương hại đến sự mất an toàn của hệ thống tài chính. Bản thân cơ quan giám sát không ở vào vị trí có thể đưa ra các quyết định về cung tiền hay thực thi một chính sách lãi suất mong muốn và cũng không nên can thiệp vào các chính sách này vì nó có thể tạo ra các xung đột trong mục tiêu chính sách, làm giảm tính độc lập của ngân hàng trung ương cũng như tính hiệu lực của chính sách tiền tệ. Tuy nhiên, cơ quan giám sát có thể thảo luận và cân nhắc các rủi ro ổn định tài chính có thể nảy sinh từ việc điều hành một chính sách can thiệp tiền tệ cụ thể. Ngược lại, các nhà hoạch định chính sách tiền tệ luôn cần phải cân nhắc đến mọi hành động can thiệp hay không can thiệp chính sách của mình có thể gây ra các bất ổn tài chính như thế nào. Một sự tham vấn chính sách với cơ quan giám sát trong trường hợp này là cần thiết đối với ngân hàng trung ương nhằm tránh các đánh giá chủ quan, không được phản biện hoặc cố tình phớt lờ các kết quả được kiểm định độc lập để chạy theo mục tiêu cơ bản của mình.

Chính sách tài khóa

Việc xây dựng và thực thi một chính sách tài khóa thận trọng và hiệu quả là rất quan trọng giúp làm giảm khả năng xảy ra các cú sốc lên nền kinh tế vĩ mô. Kinh nghiệm của nhiều nước cho thấy các rủi ro hệ thống thường được tích tụ bởi các mất cân đối vĩ mô, chẳng hạn như thâm hụt ngân sách kéo dài và gánh nặng nợ công lớn.[7] Các mất cân đối vĩ mô này nếu như chưa dẫn đến sự đổ vỡ của khu vực công thì các triệu chứng của nó chính là các trục trặc mà hệ thống tài chính và ngân hàng mắc phải, chẳng hạn như lãi suất cho vay cao, nợ xấu và thanh khoản kém. Đứng ở góc độ vi mô của chính sách tài khóa, chẳng hạn như chính sách thuế thu nhập có thể làm thay đổi hành vi của doanh nghiệp. Nói chung, hệ thống thuế thu nhập thường khuyến khích doanh nghiệp gia tăng vay nợ thay vì sử dụng vốn tự có. Lý do là các khoản lãi phải trả cho nợ vay sẽ giúp doanh nghiệp tiết kiệm được thuế mà người ta gọi là lá chắn thuế (tax shield), trong khi các khoản thanh toán cổ tức không giúp doanh nghiệp hưởng được lợi ích này. Có nhiều bằng chứng thực nghiệm cho thấy tác động của chính sách thuế lên sự lựa chọn đòn bẩy tài chính của các định chế tài chính cũng tương tự như các công ty phi tài chính (Keen and De Mooij 2012). Chính vì điều này đã làm nảy sinh mâu thuẫn giữa yêu cầu đủ vốn đối với các ngân hàng trong khi chính sách ưu đãi thuế lại khuyến khích ngân hàng hành xử ngược lại. Một hệ thống giám sát tuân thủ sẽ rất tốn kém mà chưa hẳn đã hiệu quả trong trường hợp này. Thay vào đó, thiết kế lại hệ thống thuế thu nhập sao cho các công ty giảm động cơ

[7] Khủng hoảng nợ công ở một số nước châu Âu như Hy Lạp, Bồ Đào Nha, Tây Ban Nha, Italy và một số nước khác năm 2010 đã cung cấp nhiều bài học kinh nghiệm về rủi ro và quản lý rủi ro nợ công cho nhiều nước, trong đó có Việt Nam. Nợ công của Việt Nam hiện nay tương đương 55% GDP nhưng nếu tính cả nợ tiềm ẩn trong các doanh nghiệp Nhà nhà nước thì có thể lên đến khoảng 95-100% GDP. Chính vì vậy, nhiệm vụ quản lý nợ công của Việt Nam trong tương lai cũng là một thách thức lớn.

vay nợ sẽ có thể hiệu quả hơn so với việc đưa ra các giới hạn tối đa cho việc vay nợ hay tối thiểu cho vốn tự có rồi đi theo để giám sát tuân thủ. Để có được một hệ thống thuế như vậy, một sự tham vấn chính sách giữa cơ quan thuế của chính phủ với cơ quan giám sát tài chính là rất ý nghĩa và quan trọng.

Trong khi đó, đối với chính sách chi tiêu, lời khuyên dành cho chính sách tài khóa là cần phải thận trọng và tránh thực hiện các chính sách thuận chu kỳ, đặc biệt trong bối cảnh các dòng vốn quốc tế thường có tính chất thuận chu kỳ so với các chu kỳ bùng nổ - đổ vỡ (boom – bust cycle) của khu vực tài chính (Kaminsky and Reinhart and Vegh 2004). Các kinh nghiệm trong lịch sử tài chính cho thấy sự biến động mạnh giá tài sản thường đưa đến hậu quả, nếu nhẹ là bất ổn tài chính, nếu nặng là khủng hoảng tài chính. Các cơ quan giám sát dù được tổ chức tốt và có năng lực cũng khó có thể ngăn ngừa được khủng hoảng do sự bùng nổ và đổ vỡ của bong bóng giá tài sản. Trong trường hợp này, việc thực thi một chính sách tài khóa phù hợp, chẳng hạn như các chính sách nghịch chu kỳ, có thể giúp thu hẹp biên độ của chu kỳ kinh tế (business cycle) nói chung cũng như giảm rủi ro của chu kỳ bùng phát và sụp đổ của bong bóng giá tài sản nói riêng. Chẳng hạn, trong thời kỳ nền kinh tế suy thoái, giá tài sản đóng băng, các chính sách ưu đãi thuế có thể giúp giảm nhẹ gánh nặng tài chính và hỗ trợ cho sự phục hồi của giá tài sản. Ngược lại, trong thời kỳ tăng trưởng nóng, việc áp đặt các chính sách thuế tạm thời đánh vào các giao dịch tài sản có thể giúp giảm bớt nguy cơ bùng phát giá tài sản và các hệ quả kèm theo đó.

Với ý nghĩa đó, thực thi một chính sách tài khóa thận trọng là cần thiết vì không chỉ nhằm duy trì sự an toàn của nợ công mà còn để tránh các phản ứng tiêu cực do rủi ro vỡ nợ của chính phủ lên sự an toàn của hệ thống tài chính. Trong vai trò là cơ quan giám sát an toàn tài chính, mặc dù không thể kiểm soát được các chính sách tài khóa của chính phủ, song cơ quan này vẫn có thể giúp phân tích các rủi ro kinh tế nền tảng và các mất cân đối vĩ mô để đưa ra các cảnh báo rủi ro hệ thống nhằm gây sự chú ý hoặc tạo sự quan tâm đối với các nhà hoạch định chính sách. Các khuyến nghị chính sách cũng có thể được đề xuất kèm theo nhằm bổ sung vào tập hợp các lựa chọn chính sách của các cơ quan chính phủ hoặc tạo cơ sở cho các tranh luận chính sách trên nghị trường. Các cơ chế phản biện tích cực cũng được tạo ra nhằm làm cho cơ quan giám sát trở nên có đối trọng hơn với các cơ quan thực thi chính sách tài khóa. Chẳng hạn như việc yêu cầu cơ quan tài khóa phải chịu trách nhiệm giải trình trước cơ quan giám sát về các lý do tại sao họ không hành động theo các lời khuyên của cơ quan giám sát. Các lập luận mà bộ tài chính đưa ra cũng chính là một cách để nâng cao trách nhiệm giải trình của cơ quan này.

Mục tiêu của sự phối hợp chính sách

Mục tiêu của sự phối hợp giữa chính sách kinh tế vĩ mô với chính sách giám sát thận trọng tài chính là nhằm đạt được sự hài hòa giữa các mục tiêu của các chính sách kinh tế trong điều kiện duy trì sự ổn định và an toàn của hệ thống tài chính. Nói khác đi, mục tiêu mà sự phối hợp chính sách hướng đến là lời giải của cho bài toán tối ưu hóa có hàm ràng buộc. Mục tiêu cần tối ưu hóa ở đây chính là sản lượng, việc làm, giá cả và các cân đối vĩ mô nhưng hàm ràng buộc chính là sự ổn định và an toàn của hệ thống tài chính. Tuy nhiên, do khuôn khổ của bài viết nên phần này sẽ tiếp cận từ phía mục tiêu của chính sách giám sát an toàn tài chính.

Theo Nhóm 30 (2010)[8], các quy định về điều tiết và giám sát an toàn tài chính thường được thiết kế nhằm hướng đến bốn mục tiêu cơ bản:

(i) **Sự lành mạnh và an toàn của các định chế tài chính**. Các quy định giám sát hiệu quả tài chính cần hướng mục tiêu trước hết vào việc làm sao cho các định chế tài chính hoạt động an toàn và lành mạnh, giảm thiểu các rủi ro tiềm ẩn cũng như các mối nguy bất ổn lên hệ thống tài chính. Yêu cầu về sự an toàn và lành mạnh được đặt ra và theo dõi đến từng định chế tài chính riêng lẻ, bởi vì sự thiếu an toàn hay không lành mạnh của bất kỳ một định chế tài chính nào cũng có thể dẫn đến nguy cơ đổ vỡ của toàn hệ thống hoặc nếu không thì chi phí để ngăn ngừa sự đổ vỡ hệ thống bắt nguồn từ một định chế yếu kém sẽ rất lớn. Sự lành mạnh của các định chế tài chính thường được thể hiện qua các chỉ số tài chính và các tiêu chuẩn quản trị mà định chế đó đáp ứng, chẳng hạn như hệ số đủ vốn (CAR)[9], các chỉ tiêu an toàn tài chính (thanh khoản, tỷ lệ nợ xấu, giới hạn tín dụng). Trong khi đó, sự an toàn của các tổ chức tín dụng không chỉ đến từ các nhân tố bên trong mà còn cả các nhân tố bên ngoài, chẳng hạn như tính dễ phơi nhiễm trước các cú sốc của nền kinh tế thực hay sự thay đổi của các chính sách kinh tế vĩ mô. Sự lành mạnh và an toàn của các định chế tài chính sẽ giúp cho các chính sách kinh tế vĩ mô có nhiều không gian hơn trong điều hành, theo nghĩa là khả năng hấp thụ xung lực do các tác động bất lợi từ các chính sách vĩ mô của hệ thống tài chính sẽ tốt hơn. Ngược lại, trong điều kiện các định chế tài chính yếu kém và dễ phơi nhiễm thì bất kỳ các can thiệp chính sách nào cũng thường phải rất thận trọng và cân nhắc kỹ. Vai trò của các cơ quan giám sát an toàn tài chính trong trường hợp này cần phải đưa ra được các cảnh báo sớm về những mối nguy hiểm mà một hay một số các định chế tài chính nào đó có thể gặp phải trước động thái can thiệp của các cơ quan thực thi chính sách kinh tế vĩ mô. Để việc cảnh báo có ý nghĩa thì bản thân các cơ quan hoạch định chính sách cũng nên thông báo hoặc tham khảo ý kiến trước với cơ quan giám sát. Một sự điều phối chính sách trong trường hợp này là hết sức quan trọng. Ngay cả khi các định chế tài chính đang lành mạnh và an toàn thì khuôn khổ điều phối chính sách giữa các cơ quan thực thi chính sách vĩ mô với cơ quan giám sát tài chính cũng cần phải được liên tục được duy trì.

(ii) **Tối thiểu hóa các rủi ro hệ thống**. Mục tiêu của giám sát tài chính nói chung, giám sát an toàn vĩ mô nói riêng, là nhằm theo dõi và giám sát chức năng tổng thể của toàn bộ hệ thống tài chính và nhằm hướng đến tối thiểu hóa rủi ro hệ thống. Đối với một số cơ quan giám sát tài chính thì mục tiêu này được cho là nhiệm vụ bắt buộc, nhưng đối với các cơ quan giám sát khác lại coi đây là một mục tiêu ngầm định trong cách hiểu và thực thi. Dù gì thì đây vẫn là mục tiêu không thể tránh né và cũng là mục tiêu thách thức nhất để có thể đạt được. Một hệ thống tài chính sẽ không thể hoạt động hiệu quả nếu như không ai đặt niềm tin vào thị trường và các định chế tài chính cả. Khi đó, người gửi tiền sẽ có động cơ rút tiền ra khỏi các ngân hàng gây ra rủi ro thanh khoản cho cả hệ thống. Để duy trì lượng tiền gửi, các ngân hàng phải chấp nhận một mức bù lãi suất cao hơn cho người gửi tiền nhưng điều này sẽ khiến cho lãi suất cho vay của nền kinh tế cũng bị đẩy lên cao, từ đó làm tăng chi phí vốn cho doanh nghiệp và cuối cùng là làm giảm sức cạnh tranh của nền kinh tế thực. Nói khác đi, một sự gián đoạn nghiêm trọng xảy ra đối với hệ thống tài

[8] The Group of Thirty, 2008, The Structure of Financial Supervison: Approaches and Challenges in a Global Marketplace.

[9] Capital Adequacy Ratio.

chính có thể làm giảm niềm tin vào khả năng vận hành hiệu quả của thị trường, làm giảm khả năng tiếp cận tín dụng, từ đó gây ra các tác động bất lợi lên khu vực sản xuất của nền kinh tế thực. Chính điều này cũng đặt ra yêu cầu cần phải tăng cường sự phối hợp chính sách và khuôn khổ giám sát chung giữa các cơ quan chịu trách nhiệm thực thi chính sách kinh tế vĩ mô với cơ quan giám sát an toàn tài chính vĩ mô.

(iii) **Các thị trường tài chính công bằng và hiệu quả**. Cũng tương tự như các dạng thị trường khác, để biết thị trường tài chính hoạt động có hiệu quả hay không người ta sẽ xem chức năng định giá của thị trường. Việc định giá sẽ hiệu quả nếu như nó được tiến hành thông qua các quy tắc và quy luật của thị trường liên quan đến sự phổ biến của thông tin cũng như các điều cấm đối với các giao dịch nội gián hay các hành vi phản cạnh tranh. Các thông tin liên quan đòi hỏi cần phải được minh bạch cho tất cả các nhà đầu tư và những người tham gia thị trường. Các quy định cần phải làm rõ hơn các đòi hỏi này chẳng hạn như bắt buộc phải công bố thông tin quan trọng, cho dù đó là báo cáo quản trị hay báo cáo tài chính, về giá của các chứng khoán được mua bán hay các thông tin mà các nhà đầu tư xem là quan trọng cho quyết định của họ. Thông tin minh bạch và rõ ràng sẽ giúp cho các nhà đầu tư có cơ sở để đưa ra các quyết định tối ưu hơn. Tuy nhiên, mục tiêu minh bạch thông tin có thể xung đột với lợi ích của một số định chế tài chính tại một thời điểm nào đó, và do vậy có thể mâu thuẫn với các mục tiêu khác chẳng hạn như duy trì sự an toàn và lành mạnh cũng như tính liên tục của thị trường tài chính. Ví dụ như tình huống một ngân hàng đang gặp khó khăn thanh khoản có thể muốn giữ kín thông tin này nhằm tối thiểu hóa hành vi đầu cơ mà nếu không có thể dẫn đến sự đổ vỡ. Tuy nhiên, có một số phản biện cho rằng ngay cả trong trường hợp này thì việc không minh bạch thông tin sẽ càng khuyến khích hành vi bị che đậy mà tổn hại có thể sẽ dồn sang vai những người không biết thay vì người nào đó khác phải trả giá cho điều này. Trong tình huống này, nỗ lực vượt qua khó khăn thanh khoản đòi hỏi vai trò người cho vay cuối cùng của ngân hàng trung ương trong khi bản thân cơ quan giám sát tài chính lại có vai trò giám sát luật lệ và các quy tắc trò chơi, tránh trường hợp lợi ích của nhà đầu tư bị đặt cược vào canh bạc giải cứu của ngân hàng trung ương.

(iv) **Bảo vệ khách hàng và nhà đầu tư**. Các quy định nhằm tạo ra một thị trường tài chính an toàn và hiệu quả cũng để nhằm hướng đến bảo vệ quyền lợi của khách hàng và nhà đầu tư. Tuy nhiên các quy định này vẫn chưa đủ bao quát lẫn chi tiết để khách hàng và nhà đầu tư có thể yên tâm đầu tư. Tương tự như vậy, các đòi hỏi về tính minh bạch cũng không đủ để bảo vệ nhà đầu tư và khách hàng khỏi các hành vi phi đạo đức và trục lợi. Do vậy, các quy định về điều tiết và giám sát tài chính cũng cần phải được thiết kế nhằm hướng mục tiêu trực tiếp đến quyền lợi của nhà đầu tư và khách hàng thông qua các chuẩn mực kinh doanh. Các quy tắc trò chơi kinh doanh hướng đến các chuẩn mực sẽ giúp củng cố niềm tin của khách hàng và nhà đầu tư, khuyến khích họ đầu tư vào các định chế tài chính mà nhờ đó thu hút sự tham gia rộng lớn hơn của các nhà đầu mới, nhà đầu tư tiềm năng và nhà đầu tư nước ngoài. Các quy tắc chuẩn mực kinh doanh này thực tế đã được áp dụng phổ biến trong các quy định điều tiết thị trường chứng khoán ở nhiều nước trong mấy thập kỷ qua. Đối với lĩnh vực ngân hàng, khu vực này không còn bó khung trong các nghiệp vụ truyền thống nữa mà ngày nay chúng đã tiến rất xa trong việc cung cấp các sản phẩm tài chính của mình, trong đó có rất nhiều sản phẩm được thiết kế

không chỉ dựa trên các tài sản cơ sở thông thường mà còn dựa trên rủi ro.[10] Chính vì vậy, các nhà quản lý ngân hàng đã áp dụng rất nhiều các chuẩn mực về quản trị ngân hàng cũng như các quy tắc và điều lệ quản lý, giám sát, trong đó cũng có cả các quy tắc về chuẩn mực kinh doanh ngân hàng. Mục tiêu cuối cùng của các quy định này là nhằm đảm bảo rằng các khách hàng và nhà đầu tư phải được các ông chủ ngân hàng đối xử công bằng về quyền và lợi ích. Nếu như những điều này không được đảm bảo thì sự suy giảm niềm tin trên thị trường tài chính có thể gây ảnh hưởng bất lợi đến nền kinh tế thực. Chi phí điều hành chính sách kinh tế vĩ mô sẽ trở nên tốn kém hơn trong khi bài toán tối ưu hóa trong điều kiện có ràng buộc sẽ không thể tìm được lời giải đúng.

Các cách tiếp cận mô thức phối hợp giám sát tài chính

Các mô hình giám sát an toàn tài chính ở các nước trên thế giới hết sức đa dạng. Không có một mô hình giám sát tài chính tối ưu bởi vì các kinh nghiệm thành công và thất bại là rất lẫn lộn. Việc thiết kế các mô hình giám sát tài chính phụ thuộc một phần vào mô thức tổ chức thị trường tài chính ở các nước, độ sâu tài chính, trình độ phát triển kinh tế, kể cả các đặc điểm về văn hóa, chính trị lẫn các khuôn khổ thể chế và quản trị nhà nước của một quốc gia. Có rất nhiều cách phân loại các mô hình giám sát tài chính, song để dễ nhận dạng rõ các mối quan hệ phối hợp, bài viết này sẽ sử dụng cách tiếp cận của Nhóm 30 (2008)[11], theo đó có 4 cách tiếp cận đối với hệ thống giám sát tài chính: (i) cách tiếp cận định chế, (ii) cách tiếp cận chức năng, (iii) cách tiếp cận tích hợp, và (iv) cách tiếp cận song trùng.[12]

Cách tiếp cận định chế (Institutional Approach)

Tiếp cận định chế là cách tiếp cận truyền thống của mô hình điều tiết và giám sát tài chính. Đây là cách tiếp cận dựa vào các thực thể pháp lý. Các thực thể pháp lý được đăng ký có thể là một ngân hàng thương mại, một ngân hàng đầu tư, một công ty giới chứng khoán, hoặc một công ty bảo hiểm… Căn cứ vào địa vị pháp lý của các loại định chế tài chính mà trách nhiệm giám sát sẽ do cơ quan nào đảm trách. Địa vị pháp lý sẽ giúp xác định phạm vi hoạt động kinh doanh được phép của các tổ chức, mặc dù nhìn chung các xu hướng gần đây đã cho phép các cơ quan quản lý có thể định nghĩa lại các khái niệm và mở rộng phạm vi giám sát của mình, đưa các hoạt động kinh doanh của các định chế tài chính khác nhau vào trong khuôn khổ của sự quản lý và điều tiết, giám sát. Theo thời gian các định chế tài chính có địa vị pháp lý khác nhau nay đã được phép tham gia vào các hoạt động tài chính tương tự mà trước đây thuộc về một địa vị pháp lý khác. Chẳng hạn như các ngân hàng thương mại truyền thống nay có thể tham gia vào cả nghiệp vụ của các ngân hàng đầu tư hay bán chéo các sản phẩm bảo hiểm (bancassurance). Chính vì điều này mà vai trò giám sát của các cơ quan

[10] Các loại tài sản này được gọi với cái tên là chứng khoán phái sinh (derivatives), chẳng hạn như các hợp đồng quyền chọn (Options), hợp đồng kỳ hạn (Forwards), hợp đồng tương lai (Futures), hay các chứng khoán CDO, CDS…

[11] Tháng 7/2007, Nhóm 30 (the Group of Thirty) do Paul A. Volcker – Nguyên Chủ tịch của Fed thời kỳ 1979-1987, và sau đó là Jacob A. Frenkel – Nguyên Thống đốc Ngân hàng trung ương Israel, làm chủ tịch đã thực hiện nhiều bài tóm lược nghiên cứu về các cách tiếp cận khác nhau đối với hệ thống điều tiết và giám sát tài chính ở các quốc gia trên thế giới. Các nghiên cứu được tiến hành nhằm khảo sát sự thay đổi trong các thị trường tài chính và sự tiến hóa của các mô hình giám sát tài chính của các nước trong bối cảnh các ngân hàng trung ương và cơ quan giám sát đang tìm kiếm các giải pháp hữu hiệu nhằm cải thiện khả năng giám sát của họ trong điều kiện phát triển nhanh chóng của các hệ thống tài chính và sự pha trộn phức tạp trong các sản phẩm dịch vụ tài chính.

[12] The Group of Thirty, 2008, The Structure of Financial Supervison: Approaches and Challenges in a Global Marketplace.

quản lý cũng phải được mở rộng. Một cơ quan giám sát theo thực thể riêng biệt (chẳng hạn như giám sát ngân hàng) cũng buộc phải thay đổi, hoặc là định nghĩa lại thực thể giám sát của mình, hoặc nếu không thì phải tăng cường phối hợp giám sát với cơ quan quản lý thực thể riêng biệt khác (chẳng hạn như chứng khoán hay bảo hiểm).

Cách tiếp cận chức năng (Functional Approach)

Theo cách tiếp cận chức năng, trách nhiệm giám sát được xác định theo loại giao dịch mà các thực thể tiến hành bất kể địa vị pháp lý của nó như thế nào. Mỗi loại giao dịch có thể đặt ra một yêu cầu giám sát khác nhau, chẳng hạn như các giao dịch chứng khoán sẽ do một ủy ban giám sát thường có tên là ủy ban chứng khoán, còn các giao dịch tiền tệ sẽ do ngân hàng trung ương kiểm soát bất kể địa vị pháp lý của thực thể thực hiện giao dịch. Cũng như vậy, nếu như một thực thể tiến hành đồng thời nhiều loại giao dịch khác nhau, chẳng hạn như vừa ngân hàng, vừa bảo hiểm, vừa chứng khoán, thì mỗi một loại giao dịch như vậy sẽ phải được bóc tách để giám sát bởi các cơ quan giám sát độc lập khác nhau. Dù giám sát trong vai trò gì thì mục tiêu cuối cùng vẫn phải đảm bảo tính an toàn và lành mạnh của các định chế tài chính. Cách tiếp cận này có thể giúp chuyên môn hóa chức năng giám sát song lại có thể làm tăng chi phí giám sát và phối hợp giám sát. Trong trường hợp các ranh giới giữa các giao dịch không được xác định rõ ràng có thể khiến cho việc giám sát không thực sự hiệu quả. Trách nhiệm giám sát trong trường hợp này có thể bị đùn đẩy hoặc bỏ sót do không thể nhận dạng chính xác loại giao dịch. Hơn nữa, đối với các thực thể có nhiều giao dịch thì rủi ro ở giao dịch này có thể truyền dẫn nhanh chóng sang các giao dịch khác, chẳng hạn như rủi ro từ danh mục kinh doanh chứng khoán của ngân hàng có thể ảnh hưởng đến các rủi ro tài chính khác như thanh khoản hay nợ xấu. Chính vì vậy, một sự hợp tác và chia sẻ thông tin, trách nhiệm trong quá trình giám sát giữa các cơ quan quản lý phân theo các chức năng khác nhau là hết sức quan trọng nhằm đảm bảo tính thông suốt của cả hệ thống giám sát.

Cách tiếp cận tích hợp (Integrated Approach)

Theo cách tiếp cận tích hợp, một cơ quan điều tiết đơn nhất sẽ chịu trách nhiệm giám sát toàn bộ mọi mặt hoạt động của hệ thống tài chính, từ việc giám sát từng thực thể pháp lý cho đến các giao dịch mà chúng thực hiện. Trên thực tế, mô hình giám sát tích hợp này đang dần trở nên phổ biến hơn trong thập niên qua. Cơ quan giám sát theo mô hình này thường được trao thẩm quyền tương đối lớn trong việc thực hiện chức năng giám sát của mình, chẳng hạn như được phép ban hành các tiêu chí và chuẩn mực quản trị, các tiêu chuẩn đảm bảo an toàn tài chính và giao dịch tài chính, quyền yêu cầu cung cấp thông tin và các báo cáo (tài chính, quản trị) đối với các định chế tài chính và các bên liên quan…. Việc xây dựng mô hình giám sát tài chính dựa theo cách tiếp cận tích hợp này có thể giúp hạn chế được tình trạng lãng tránh trách nhiệm và ỷ lại như trong cách tiếp cận theo chức năng. Tuy nhiên, việc thiếu đi các công cụ điều tiết có tính chất kinh tế, chẳng hạn như công cụ thuế của chính sách tài khóa hay công cụ tái cấp vốn của chính sách tiền tệ, khiến cho việc giám sát chỉ có thể giới hạn ở việc theo dõi và cảnh báo thay vì có thể tham gia can thiệp và bình ổn. Nói vậy không có nghĩa là cơ quan giám sát cũng cần được trao các công cụ bình ổn kinh tế vì như vậy sẽ không những không đúng chức năng mà còn ảnh hưởng đến trách nhiệm thực thi chính sách kinh tế của các cơ quan quản lý nhà nước khác. Chính điều này cũng đã đặt ra yêu cầu phải nâng cao khả năng phối hợp với các cơ quan thực thi chính sách vĩ mô khác.

Bảng 2. Bốn cách tiếp cận phối hợp điều tiết và giám sát tài chính

Cách tiếp cận định chế Cách tiếp cận định chế là cách tiếp cận mà ở đó tình trạng pháp lý của một công ty (ví dụ như một ngân hàng, một công ty bảo hiểm, một nhà môi giới chứng khoán) sẽ quyết định cơ quan nào chịu trách nhiệm giám sát hoạt động của nó từ cả hai khía cạnh an toàn và lành mạnh tài chính, và chuẩn mực kinh doanh (business conduct).	**Cách tiếp cận chức năng** Cách tiếp cận chức năng là cách tiếp cận mà ở đó vai trò giám sát được xác định bởi phương thức kinh doanh mà các công ty tiến hành, bất kể tình trạng pháp lý của công ty đó như thế nào. Mỗi một loại hình kinh doanh sẽ do một cơ quan điều tiết theo chức năng đảm trách.
Cách tiếp cận tích hợp Cách tiếp cận tích hợp là cách tiếp cận mà ở đó một cơ quan điều tiết chung duy nhất sẽ chịu trách nhiệm tiến hành cả hai hoạt động giám sát gồm đảm bảo an toàn và lành mạnh tài chính lẫn tuân thủ chuẩn mực kinh doanh đối với tất cả các lĩnh vực kinh doanh dịch vụ tài chính.	**Cách tiếp cận song trùng** Cách tiếp cận song trùng là tiếp cận mà ở đó có sự tách rời các chức năng điều tiết giữa hai cơ quan điều tiết, trong đó một cơ quan chịu trách nhiệm giám sát sự an toàn và lành mạnh tài chính, còn một cơ quan khác tập trung vào điều tiết chuẩn mực kinh doanh.

Nguồn: Group30.org.

Cách tiếp cận song trùng (Twin Peaks Approach)

Cách tiếp cận song trùng còn được gọi là tiếp cận theo mục tiêu, tức là dựa trên nguyên tắc gắn với mục tiêu giám sát và liên quan đến sự phân tách giữa chức năng giám sát giữa một cơ quan chịu trách nhiệm đảm bảo tính an toàn và lành mạnh tài chính và một cơ quan khác tập trung vào các quy định liên quan đến chuẩn mực kinh doanh (business conduct). Cách tiếp cận này cho phép mỗi cơ quan điều tiết tập trung vào các nhiệm vụ cốt lõi của mình. Các lợi ích và tính hiệu quả của cách tiếp cận tích hợp như đã trình bày ở trên vẫn được phát huy, trong khi đó các xung đột cố hữu giữa các mục tiêu, chẳng hạn như quy định điều tiết an toàn và lành mạnh, bảo vệ khách hàng, và minh bạch vẫn có thể được xử lý. Chẳng hạn như khi mục tiêu đảm bảo an toàn trở nên mâu thuẫn với mục tiêu bảo vệ khách hàng, cơ quan giám sát đảm bảo an toàn trong mô hình song trùng có thể sẽ dành sự ưu tiên cho mục tiêu duy trì tính an toàn và lành mạnh tài chính trước bởi vì đây là mục tiêu gắn kết chặt chẽ với sự ổn định tài chính. Cách tiếp cận song trùng có thể giúp đưa ra được một giải pháp dung hòa được sự xung đột này. Tuy nhiên, bản thân cách tiếp cận song trùng cũng có tính chất hai mặt lợi và bất lợi. Cái lợi chính là giúp đảm bảo được tính minh bạch và tính toàn vẹn của thị trường cũng như bảo vệ được các quyền ưu tiên của nhà đầu tư và khách hàng.

Phối hợp chính sách nhìn từ kinh nghiệm các nước

Cách tiếp cận định chế - Tình huống Trung Quốc[13]

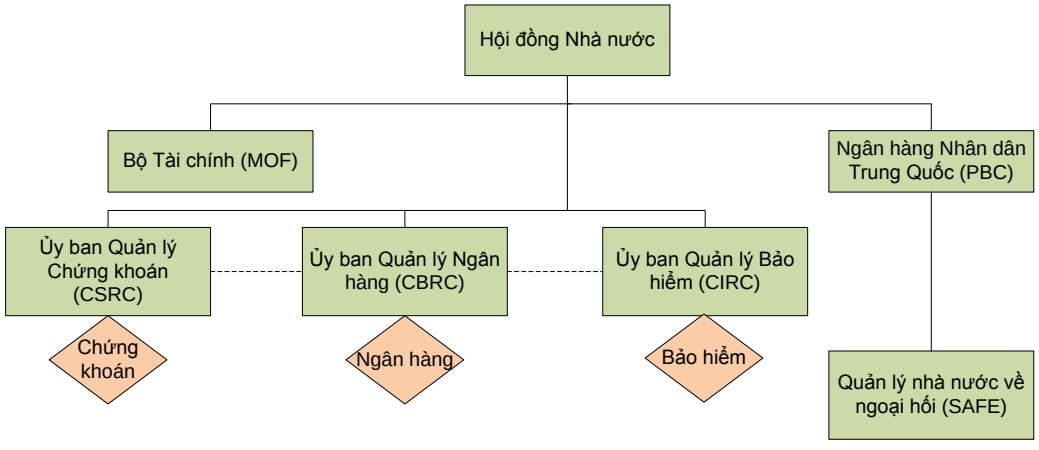
Hội đồng Nhà nước, Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBC) và Ủy ban Cải cách và Phát triển quốc gia (NDRC) trao đổi về cách thức điều phối chính sách một cách thường xuyên với các cơ quan giám sát tài chính về nhiều vấn đề quan trọng khác nhau liên quan đến chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa, cải cách tài chính và các vấn đề giám sát tài chính. Năm 2000, một hội nghị chung về giám sát tài chính đã được tổ chức bởi Ủy ban Quản lý Bảo hiểm (CIRC), Ủy ban Quản lý Chứng khoán (CSRC) và PBC để thảo luận về các vấn đề liên quan đến giám sát và điều tiết hệ thống tài chính. Với xu hướng phát triển của khu vực tài chính, ở đó các hoạt động kinh doanh ngân hàng và

[13] Hồng Kông và Mê-hi-cô cũng theo mô hình này.

nhiều dịch vụ tài chính được tích hợp vào nhau khiến cho nhu cầu hợp tác và phối hợp chính sách giữa các cơ quan giám sát ngày một tăng. Mục tiêu hợp tác là nhằm bổ sung các khiếm khuyết trong các mô hình và cơ chế giám sát hiện hành, tiếp cận dần với các chuẩn mực giám sát tài chính hiện đại để nâng cao năng lực và hiệu lực của giám sát. Vào tháng 6/2004, Ủy ban Quản lý Ngân hàng (CBRC), CIRC và CSRC đã ký với nhau Biên bản ghi nhớ về Ủy ban nhân lực và Hợp tác trong giám sát tài chính, qua đó thiết lập một hệ thống ba bên để phối hợp các hoạt động điều tiết và giám sát tài chính. Biên bản ghi nhớ cũng đưa ra đề xuất tổ chức các cuộc họp bán niên ở cấp độ thủ trưởng, bên cạnh còn có các cuộc họp hàng quý ở cấp độ phó thủ trưởng. Chủ tịch của Ủy ban sẽ được luân phiên đảm nhiệm giữa ba cơ quan theo nhiệm kỳ hàng năm. Nội dung các cuộc họp thường tập trung vào các chủ đề như ổn định tài chính, giám sát tài chính, các quy định điều tiết thị trường. Vai trò tương ứng của mỗi cơ quan được ghi rõ trong Bản ghi nhớ, trong đó vai trò của tập thể và mỗi cá nhân cũng được phân định rõ ràng.

Các quan hệ hợp tác khác liên quan đến các vấn đề chứng khoán và thị trường chứng khoán được hỗ trợ bởi Nhóm công tác về cải cách và phát triển thị trường vốn, bao gồm đại diện cấp cao của CSRC, MOF, PBC, và các cơ quan liên quan khác. Nhóm công tác, chủ tịch là đại diện của CSRC, có nhiệm vụ đưa ra ý kiến tham mưu cho Hội đồng Nhà nước về các vấn đề cải cách thị trường vốn. Mặc dù không có cơ chế phối hợp nào trên đây được thử nghiệm bởi các thất bại thể chế và bất ổn tài chính. Song các cơ quan quản lý ở Trung Quốc cho rằng việc tăng cường phối hợp và hợp tác giữa các cơ quan giám sát và thực thi chính sách, cũng như việc thiết lập và cải thiện các cơ chế cho việc hợp tác giám sát tài chính và điều hành chính sách vĩ mô đã tạo ra các tiền đề cho các cải cách tài chính xa hơn trong tương lai. Để thiết lập khuôn khổ pháp lý chính thức cho sự hợp tác, Luật Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc sửa đổi đã quy định rằng Hội đồng Nhà nước sẽ thiết lập một cơ chế phối hợp cho sự điều tiết và giám sát tài chính. Trong khi đó, vai trò của PBC là sẽ thiết lập một hệ thống chia sẻ thông tin giám sát cùng với các cơ quan quản lý ngân hàng và các cơ quan giám sát tài chính khác thuộc Hội đồng Nhà nước.

Hình 3. Tổ chức hệ thống giám sát tài chính và phối hợp chính sách ở Trung Quốc



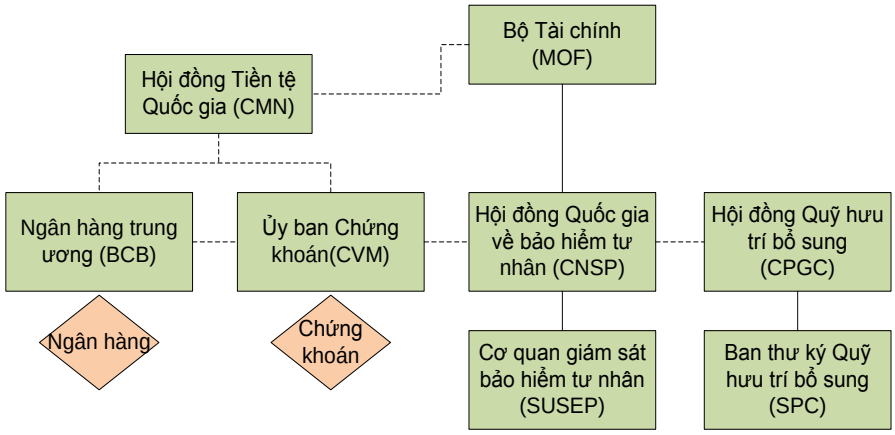
Nguồn: Group30.org.

Cách tiếp cận chức năng – Tình huống Brazil[14]

Sự phối hợp giữa thống đốc Ngân hàng trung ương Brazil (BCB) với Bộ Tài chính (MOF) trong việc giám sát hệ thống tài chính được thực hiện thông qua Hội đồng tiền tệ quốc gia (CMN). Các thành viên CMN giúp chia sẻ thông tin liên quan đến các hoạt động giám sát của BCB. Sự phối hợp chính sách giữa BCB với Ủy ban Chứng khoán (CVM) dựa trên các tiêu chuẩn được thiết lập bởi CMN.

Ngoài ra, BCB cũng có hai thỏa thuận đang có hiệu lực với các cơ quan quản lý khác liên quan đến việc xử lý các vấn đề nảy sinh trong quá trình phối hợp và hợp tác, trong đó có một thỏa thuận ký giữa BCB với CVM vào tháng 2/2004 liên quan đến quy chế trao đổi thông tin và các hoạt động khác nhằm giúp thực hiện tốt hơn các nhiệm vụ của các bên, và một thỏa thuận khác ký với Cơ quan giám sát bảo hiểm tư nhân (SUSEP) vào tháng 7/2005 liên quan đến sự phối hợp các hoạt động và trao đổi thông tin.

Hình 4. Tổ chức hệ thống giám sát tài chính và phối hợp chính sách ở Brazil



Nguồn: Group30.org.

Cách tiếp cận tích hợp – Trường hợp của Nhật Bản[15]

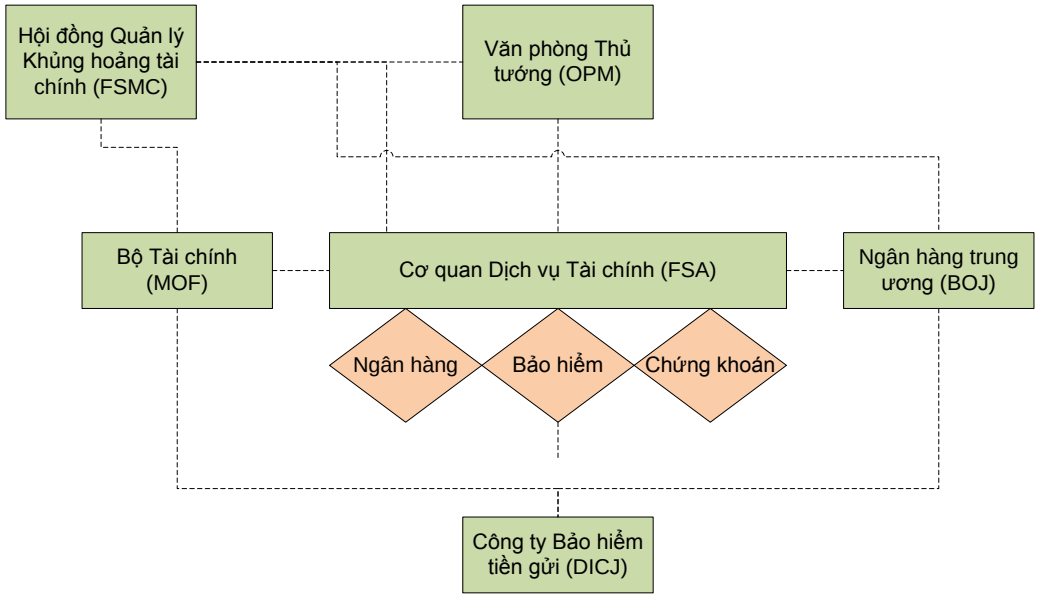
Nhật Bản có một cơ chế quản lý khủng hoảng riêng biệt gọi là Hội đồng Quản lý Khủng hoảng tài chính (FSMC) nhằm giúp Chính phủ trong trường hợp cần phải xử lý một định chế tài chính đang gặp vấn đề. Cơ quan này ra đời theo một điều khoản được quy định trong Luật Bảo hiểm tiền gửi. FSMC là một Hội đồng, trong đó chủ tịch là Thủ tướng, và các thành viên là Chánh thư ký nội các, Bộ trưởng Bộ dịch vụ tài chính, Bộ trưởng tài chính, Ủy viên dịch vụ tài chính, và Thống đốc Ngân hàng trung ương Nhật Bản (BOJ). Hội đồng sẽ nhóm họp khi được Thủ tướng triệu tập, nhằm bàn thảo và đưa ra các quyết định trong trường hợp một hoặc một số định chế tài chính đang đối mặt với các rủi ro chẳng hạn như mất thanh khoản hay thanh toán nghiêm trọng. Trong trường hợp cần thiết, BOJ có thể cung cấp các khoản vay tái cấp vốn không có đảm bảo nhằm giải quyết khả năng chi trả tạm thời cho các định chế tài chính theo đề nghị của Thủ tướng và Bộ trưởng Tài chính nhưng thông qua quyết định của FSMC.

Hiện vẫn không có bất kỳ Biên bản ghi nhớ chính thức nào được ký giữa các cơ quan. Các tham vấn chính sách liên quan đến hệ thống tài chính được thực hiện thông qua Hội đồng Hệ thống tài chính

[14] Pháp, Ý, Tây Ban Nha cũng theo mô hình này.
[15] Các nước theo cách tiếp cận này còn bao gồm Anh, Canada, Đức, Qatar, Thụy Sĩ, Singapore.

với nhiệm vụ thảo luận và đưa ra các khuyến nghị cho Thủ tướng, Ủy viên của FSA, hoặc Bộ trưởng Tài chính. Hội đồng cũng đã tiến hành thảo luận về những đòi hỏi cải cách khu vực tài chính liên quan đến các khía cạnh lập pháp, đồng thời đưa ra các báo cáo về quan điểm phát triển hệ thống tài chính trong trung và dài hạn.

Hình 5. Tổ chức hệ thống giám sát tài chính và phối hợp chính sách ở Nhật Bản



Nguồn: Group30.org.

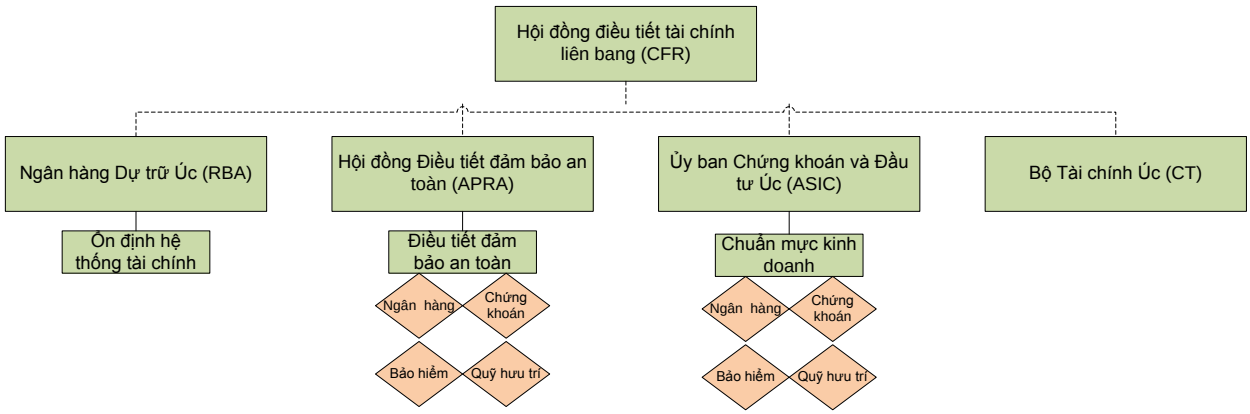
Cách tiếp cận song trùng (twin peaks) – Trường hợp của Úc[16]

Hội đồng điều tiết tài chính liên bang (CFR) là cơ quan chịu trách nhiệm điều phối các hoạt động điều tiết và giám sát tài chính của Úc. Các thành viên của CFR bao gồm đại diện của Ngân hàng dự trữ Úc (RBA) đồng thời giữ vai trò chủ tịch hội đồng, đại diện của Hội đồng điều tiết đảm bảo an toàn tài chính (APRA), đại diện của Ủy ban Chứng khoán và Đầu tư (ASIC), và Bộ Tài chính Úc (CT). Mục tiêu của CFR là tạo ra một diễn đàn nhằm nhận diện các xu hướng mới nổi cũng như các vấn đề chính sách chủ yếu. Hội đồng đã góp phần làm tăng tính hiệu quả và hiệu năng của các quy định điều tiết và giám sát tài chính thông qua việc tạo lập một diễn đàn cao cấp cho sự hợp tác và cộng tác giữa các thành viên trong Hội đồng. Hội đồng cũng đóng vai trò như một cơ quan không chính thức ở đó các thành viên có thể chia sẻ thông tin và quan điểm, thảo luận các chủ đề về cải cách quy chế điều tiết và giám sát hoặc các vấn đề liên quan đến các trách nhiệm trùng lặp, hoặc đề xuất các phối hợp phản ứng trước các thách thức tiềm tàng lên sự bất ổn của hệ thống tài chính. Trong trường hợp có khủng hoảng, CFR đóng vai trò như một cơ quan điều phối chính thức cho các phản ứng chính sách.

CFR cũng chịu trách nhiệm tham mưu cho chính phủ về sự phù hợp của cấu trúc hệ thống tài chính quốc gia trước sự phát triển của nền kinh tế cũng như sự tương thích của mô hình giám sát tài chính trước bối cảnh các cuộc cách tân tài chính diễn ra nhanh chóng và ngày càng tinh vi. Tuy nhiên, CFR lại không có chức năng điều tiết trực tiếp đối với hệ thống tài chính như các cơ quan quản lý khác. Thay vào đó, CFR đóng vai trò như một diễn đàn, tạo chất xúc tác cho các tương tác chính sách giữa các cơ quan thực thi chính sách kinh tế vĩ mô và giám sát tài chính.

[16] Ngoài Úc còn có Hà Lan theo cách tiếp cận này.

Hình 6. Tổ chức hệ thống giám sát tài chính và phối hợp chính sách ở Úc



Nguồn: Group30.org.

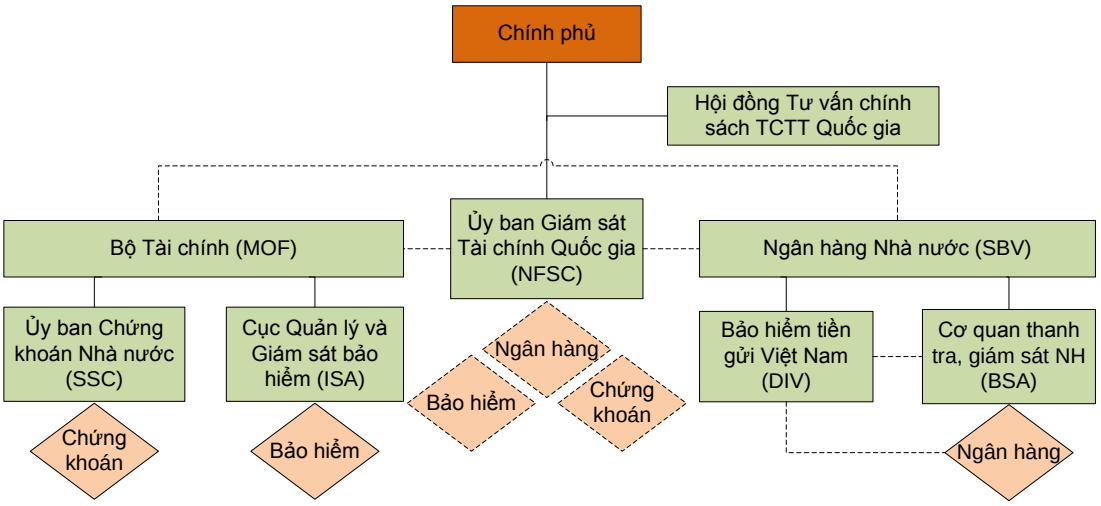
Trong khi đó, đối với Hội đồng điều tiết đảm bảo an toàn tài chính (APRA) của Úc, cơ quan này đã ký với ASIC, RBA và một số cơ quan khác Biên bản ghi nhớ về sự hợp tác và chia sẻ thông tin. Ngoài ra, một Biên bản ghi nhớ khác giữa APRA với RBA cũng đã được ký với mục đích tăng cường phối hợp và hợp tác trong trường hợp phát sinh các rủi ro gây bất ổn lên hệ thống tài chính, trong đó đòi hỏi sự tham gia của RBA trong vấn đề đảm bảo an toàn, và việc thiết lập một tiểu ban điều phối để đảm bảo rằng các thỏa thuận thích hợp sẽ được thực thi nhằm đối phó với các mối đe dọa gây bất ổn tài chính và phối hợp chia sẻ thông tin. Ngoài RBA, APRA cũng ký Biên bản ghi nhớ với Bộ tài chính cũng với mục đích chia sẻ thông tin, tham vấn các vấn đề phát triển mới nổi lên trong hệ thống tài chính, và cảnh báo cho các quan chức Bộ tài chính các tình huống có thể gây căng thẳng hay sự bất ổn, thậm chí là khủng hoảng tài chính.

Mô thức giám sát tài chính và phối hợp chính sách ở Việt Nam

Cách tiếp cận giám sát tài chính của Việt Nam

Mô thức giám sát và phối hợp chính sách giám sát an toàn tài chính của Việt Nam thiên về cách tiếp cận định chế, tức là giám sát theo địa vị pháp lý của thực thể, song lại có một chút dáng dấp của cách tiếp cận chức năng và gần đây là cách tiếp cận tích hợp. Điều này có nghĩa là, một thực thể được đăng ký thành lập dưới dạng một ngân hàng thương mại sẽ do cơ quan thanh tra - giám sát thuộc Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đảm trách giám sát, một thực thể đăng ký dưới dạng là một công ty chứng khoán hay một quỹ đầu tư sẽ do Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) thuộc Bộ Tài chính trực tiếp quản lý và giám sát, công ty kinh doanh bảo hiểm sẽ do Cục Quản lý và Giám sát bảo hiểm phụ trách quản lý và giám sát. Tuy nhiên, nếu như một công ty chứng khoán có giao dịch tiền gửi và tín dụng thì giao dịch đó vẫn do NHNN giám sát, hoặc một công ty thương mại có đầu tư chứng khoán thì UBCKNN sẽ chịu trách nhiệm quản lý và giám sát các giao dịch chứng khoán này.

Hình 7. Tổ chức hệ thống giám sát tài chính và phối hợp chính sách ở Việt Nam



Nguồn: Tác giả.

Từ năm 2008, khi Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia (UBGSQG) ra đời thì cơ quan này được giao trách nhiệm thay mặt Thủ tướng giám sát chung cả ba khu vực là ngân hàng, chứng khoán, và bảo hiểm. Tuy nhiên, chức năng và thẩm quyền giám sát của UBGSQG vẫn còn rất hạn chế, trong khi đó quyền giám sát chuyên ngành vẫn tiếp tục được duy trì theo mô thức cũ. UBGSQG vẫn chưa thể đóng vai trò như một cơ quan điều tiết và giám sát có hiệu năng và hiệu quả, không có đủ công cụ và thẩm quyền, càng không phải là cơ quan duy nhất chịu trách nhiệm giám sát toàn bộ hệ thống tài chính quốc gia. Những giới hạn này khiến cho mô hình giám sát tài chính của Việt Nam có xu hướng trở thành lưỡng thể, tạo ra sự không rõ ràng và nhất quán trong các quan hệ phối hợp và điều phối giám sát giữa các cơ quan giám sát chuyên ngành. Trong khi khả năng phối hợp giám sát của UBGSQG với các cơ quan thanh tra – giám sát chuyên ngành khác vẫn còn rời rạc và hạn chế thì với địa vị pháp lý của UBGSQG như hiện nay, dù đã được trao thẩm quyền điều phối chính sách, thì vẫn còn rất nhiều trở ngại khác nữa về mặt thể chế và pháp lý khiến cho việc điều phối giữa chính sách giám sát an toàn tài chính với chính sách kinh tế vĩ mô của cơ quan này trở nên không thực tế.[17]

Như phần trên đã phân tích, việc chuyển từ cách tiếp cận định chế hiện nay sang cách tiếp cận tích hợp có thể phù hợp cho các khuôn khổ điều phối chính sách giám sát an toàn tài chính với chính sách kinh tế vĩ mô. Việc chuyển đổi này cần phải có lộ trình và để có thể thành công thì nó đòi hỏi cần phải có nền tảng thể chế hỗ trợ. Nói khác đi, các thể chế kinh tế tạo lập khuôn khổ giám sát hiện nay cần phải được thay đổi để mô thức giám sát tài chính nói chung và giám sát theo cách tiếp cận tích hợp nói riêng có thể thành công. Sự thay đổi này sẽ tạo tiền đề cho các khuôn khổ điều phối giữa các chính sách giám sát và kinh tế vĩ mô thông qua một cơ quan điều phối duy nhất đủ hiệu năng, có thể là UBGSQG. Phần dưới đây sẽ phân tích cách tiếp cận định chế trong giám sát và phối hợp chính sách giám sát tài chính ở Việt Nam.

[17] Ngay cả việc điều phối và hợp tác giữa các chính sách kinh tế vĩ mô cũng đang là một thách thức lớn của Việt Nam, trong đó sự bất cập trong phối hợp giữa chính sách tiền tệ với chính sách tài khóa thường được đề cập nhiều nhất trong những năm qua.

Các chế định tham gia giám sát hệ thống tài chính ở Việt Nam

Hội đồng Tư vấn chính sách tài chính tiền tệ Quốc gia

Hội đồng Tư vấn chính sách tài chính tiền tệ Quốc gia (HĐTTQG) được thành lập với nhiệm vụ thảo luận, tư vấn và đề xuất cho Chính phủ và Thủ tướng Chính phủ trong việc hoạch định và quyết định những vấn đề quan trọng về chủ trương, chính sách tài chính, tiền tệ thuộc nhiệm vụ, quyền hạn của Chính phủ và Thủ tướng Chính phủ.[18] Những quy định này cho thấy rằng HĐTTQG không có vai trò điều phối giữa các chính sách kinh tế vĩ mô cũng như giữa chính sách kinh tế vĩ mô với các chính sách giám sát thận trọng tài chính. HĐTTQG cũng không có chức năng giám sát đối với hệ thống tài chính, càng không thể can thiệp vào hoạt động điều hành chính sách kinh tế và hoạt động giám sát tài chính vốn thuộc chức năng của các cơ quan khác thuộc Chính phủ. Hoạt động của HĐTTQG chỉ dừng lại ở việc tư vấn, đưa ra các ý tưởng thảo luận, các đề xuất hay lời khuyên chính sách, trong khi việc lắng nghe và thực hiện tùy thuộc vào các cơ quan hoạch định chính sách của Chính phủ. Mặc dù tổ chức của HĐTTQG gồm những quan chức cấp cao của Chính phủ, trong đó Chủ tịch do một Phó thủ tướng đảm nhiệm và hai Phó Chủ tịch gồm Thống đốc Ngân hàng Nhà nước (SBV) và Chủ tịch Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia (UBGSQG), song với cơ chế hiện nay không đảm bảo có một khuôn khổ hợp tác và phối hợp chính sách hiệu quả giữa các cơ quan thực thi chính sách vĩ mô và giám sát an toàn tài chính.

Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia (NFSC)

Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia (UBGSQG) do Thủ tướng quyết định thành lập năm 2008 có chức năng tham mưu, tư vấn cho Thủ tướng Chính phủ trong điều phối hoạt động giám sát thị trường tài chính quốc gia; đồng thời giúp Thủ tướng Chính phủ giám sát chung thị trường tài chính quốc gia. Như vậy, khác với HĐTTQG, UBGSQG được Thủ tướng giao quyền giám sát chung thị trường tài chính, bao gồm cả 3 khu vực ngân hàng, chứng khoán, và bảo hiểm. Tuy nhiên cũng cần phải lưu ý rằng, quyền giám sát của UBQSQG là do ủy quyền của Thủ tướng chứ không phải là quyền tự thân của cơ quan này. Nói khác đi, UBQSQG đóng vai trò như một cơ quan giúp việc chứ không hẳn là một cơ quan giám sát tài chính độc lập được trao quyền hạn đầy đủ. Chính điều này sẽ làm hạn chế khả năng và động cơ giám sát của UBGSQG. UBGSQG được ủy quyền giám sát nhưng không có công cụ để giám sát. UBGSQG cũng không có chức năng thanh tra như các cơ quan thanh tra – giám sát chuyên ngành. Hơn nữa, để chức năng giám sát có hiệu lực thì đòi hỏi phải có khả năng chế tài. UBGSQG không được trao thẩm quyền chế tài mà chỉ là kiến nghị các cơ quan thanh tra giám sát chuyên ngành và cấp có thẩm quyền chế tài (xem Hộp 1). Trong trường hợp ý kiến của cơ quan thanh tra giám sát chuyên ngành không nhất quán với ý kiến của UBGSQG thì kiến nghị chỉ có giá trị tham khảo.

Ngoài ra, UBGSQG cũng được giao nhiệm vụ điều phối các hoạt động giám sát chuyên ngành, giám sát chung thị trường tài chính và việc chấp hành các thông lệ, chuẩn mực quốc tế về hoạt động giám sát của các cơ quan thanh tra – giám sát chuyên ngành trong các lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm (xem thêm các nhiệm vụ khác trong Hộp 1). Các quy định chung này là hết sức quan trọng giúp tạo cơ sở pháp lý cho các hoạt động điều phối và phối hợp chính sách giám sát tài chính của UBGSQG. Tuy nhiên các khuôn khổ điều phối cụ thể cần phải tiến xa hơn nữa so với những quy định chung này. Các biên bản ghi nhớ hợp tác và điều phối cụ thể với các cơ quan thanh tra – giám sát

[18] Quyết định 58/2011/QĐ-TTG ngày 24/10/2011.

chuyên ngành cần phải khẩn trương soạn thảo, ký kết và thực thi; trong đó quyền điều phối giám sát của UBGSQG cần phải được thể chế hóa cụ thể hơn.

Hộp 1. Nhiệm vụ của Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia (Điều 2, Quyết định 34/2008/QĐ-TTg)

1. Đề xuất với Thủ tướng Chính phủ việc ban hành các quy định trong điều phối hoạt động giám sát thị trường tài chính quốc gia (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm).

2. Phối hợp với các Bộ, ngành liên quan trình Thủ tướng Chính phủ về chiến lược, định hướng phát triển thị trường tài chính; kiến nghị đối với các cơ quan nhà nước về cơ chế giám sát, áp dụng các thông lệ, chuẩn mực quốc tế về giám sát thị trường tài chính.

3. Điều phối hoạt động giám sát chuyên ngành; giám sát chung thị trường tài chính và việc chấp hành các thông lệ, chuẩn mực quốc tế về hoạt động giám sát của các cơ quan thanh tra - giám sát chuyên ngành trong lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm.

4. Giám sát điều kiện được cấp phép hoạt động của các tổ chức tín dụng, tổ chức tín dụng phi ngân hàng hoạt động trong lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm.

5. Phân tích, dự báo, cảnh báo mức độ an toàn hệ thống tài chính - ngân hàng và nguy cơ rủi ro đối với thị trường tài chính quốc gia; thiết lập cơ sở dữ liệu, tổng hợp, xử lý và cung cấp các thông tin về thị trường tài chính quốc gia báo cáo Thủ tướng Chính phủ.

6. Kiến nghị với các cơ quan thanh tra - giám sát chuyên ngành và cấp có thẩm quyền xử lý vi phạm đối với các tổ chức, cá nhân không chấp hành hoặc không thực hiện đầy đủ các điều kiện trong hoạt động ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán.

7. Được yêu cầu Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, các tổ chức hoạt động trong lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm cung cấp định kỳ và đột xuất các thông tin liên quan về tài chính - ngân hàng; được trưng tập các cán bộ của các Bộ, ngành khi cần thiết để thực hiện chức năng, nhiệm vụ giám sát được giao.

8. Thực hiện các nhiệm vụ khác do Thủ tướng Chính phủ giao.

Một vấn đề nữa cũng cần phải nói thêm rằng, phạm vi điều phối của UBGSQG hiện mới chỉ được giới hạn trong các vấn đề giám sát tài chính. Trong khi đó, như đã được phân ở các phần trước, việc thực thi các chính sách kinh tế vĩ mô như tài khóa, tiền tệ thường gây ra các phản ứng lên khu vực tài chính. Khu vực tài chính thường là kênh dẫn truyền chính sách vĩ mô, đồng thời cũng là khu vực dễ bị phơi nhiễm tức thời dưới các tác động của việc thực thi chính sách, đặc biệt so với khu vực sản xuất của nền kinh tế. Yêu cầu tối thượng của giám sát tài chính là phải ngăn ngừa bất ổn (phòng cháy) chứ không phải xử lý bất ổn (chữa cháy). Do vậy, nếu như vai trò điều phối của UBGSQG chỉ được giới hạn trong các mối quan hệ với các cơ quan giám sát chuyên ngành thì chức năng phòng ngừa sẽ khó đạt hiệu quả. UBGSQG sẽ trở nên bị động do chỉ chạy theo các phản ứng chính sách của thị trường dưới tác động của việc thực thi các chính sách kinh tế vĩ mô khác. Để khắc phục nhược điểm này, trước hết cần phải tư duy lại vị trí của chính sách giám sát tài chính đặt trong mối quan hệ với các chính sách kinh tế vĩ mô khác. Theo đó, phải đưa chính sách giám sát an toàn tài chính vào trong vòng tròn của các thảo luận chính sách kinh tế vĩ mô. Quyền điều phối của UBGSQG không chỉ ở cấp độ với các cơ quan thanh tra – giám sát chuyên ngành mà còn ở cấp độ cao hơn là các cơ quan thực thi chính sách trực thuộc Chính phủ. Quyền này cũng cần phải được thể chế hóa cụ thể trong một văn

bản có giá trị pháp lý tương đương Luật hoặc Pháp lệnh thay vì chỉ là một Quyết định của Thủ tướng.[19]

Ngân hàng Nhà nước (SBV)

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) không chỉ thực hiện chức năng của một ngân hàng trung ương (với các chức năng như phát hành tiền, ngân hàng của ngân hàng, ngân hàng của chính phủ) mà còn được trao quyền quản lý nhà nước về tiền tệ và hoạt động ngân hàng. NHNN được giao rất nhiều nhiệm vụ và quyền hạn, trong đó có quyền kiểm tra, thanh tra, giám sát ngân hàng; và quyền xử lý vi phạm pháp luật về tiền tệ và ngân hàng (Điều 4, Luật NHNN 2010). Chức năng thanh tra và giám sát ngân hàng của NHNN được Luật NHNN 2010 dành nguyên một chương riêng để quy định chi tiết. Cơ quan thanh tra, giám sát ngân hàng cũng được thành lập với tư cách là một đơn vị trực thuộc cơ cấu tổ chức của NHNN nhằm trực tiếp thực hiện nhiệm vụ thanh tra, giám sát ngân hàng.[20]

So với UBGSQG, chức năng của cơ quan này không chỉ là giám sát mà còn thanh tra hoạt động của các tổ chức tín dụng liên quan đến lĩnh vực tài chính tiền tệ. Ngoài ra, NHNN cũng được trao nhiều công cụ để thực hiện chức năng và nhiệm vụ của mình, chẳng hạn như quyền được ban hành các văn bản pháp quy liên quan đến hoạt động của các tổ chức tín dụng và ngân hàng, và đặc biệt là quyền chế tài các hành vi vi phạm pháp luật về tiền tệ và ngân hàng. Phạm vi quản lý và giám sát của NHNN hiện chỉ giới hạn trong các loại hình tổ chức tín dụng, bao gồm ngân hàng, tổ chức tín dụng phi ngân hàng, định chế tài chính vi mô và quỹ tín dụng nhân dân.[21]

Trong mối quan hệ với các cơ quan quản lý nhà nước khác, Luật NHNN 2010 cũng quy định NHNN có nhiệm vụ phối hợp với các Bộ, cơ quan ngang bộ, Ủy ban nhân dân các cấp trong nhiệm vụ, quyền hạn quản lý nhà nước về tiền tệ và ngân hàng. Tuy nhiên, các quy tắc chính thức cho mối quan hệ hợp tác nói chung với các cơ quan khác hiện vẫn chưa có mà chỉ là thông qua sự điều phối của Thủ tướng trong quá trình điều hành chính sách kinh tế vĩ mô. Tương tự như vậy, các nguyên tắc phối hợp và hợp tác giữa NHNN nói chung, cơ quan thanh tra, giám sát ngân hàng nói riêng với các cơ quan giám sát khác, chẳng hạn như UBGSQG vẫn chưa được định hình cụ thể. Một số cơ chế trao đổi thông tin đã được thiết lập, chẳng hạn như thông qua các diễn đàn đối thoại chính sách hay các buổi hội thảo khoa học… song các thông tin này cũng dừng ở việc tham khảo, không có bất kỳ sự ràng buộc thực hiện nào, càng không có cam kết đưa vào kế hoạch thực thi chính sách của các cơ quan liên quan.

Cơ quan Bảo hiểm Tiền gửi Việt Nam (DIV)

Bên cạnh cơ quan thanh tra, giám sát chuyên ngành của NHNN, Cơ quan Bảo hiểm tiền gửi Việt Nam (BHTGVN) cũng được thành lập với mục tiêu đảm bảo sự an toàn và ổn định của các tổ chức tín dụng. BHTGVN là định chế tài chính nhà nước được thành lập nhằm bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của người gửi tiền, thực hiện chính sách bảo hiểm tiền gửi góp phần duy trì sự ổn định của hệ

[19] Một đạo luật về giám sát tài chính hợp nhất là rất cần thiết cho Việt Nam hiện nay, trong đó vai trò của cơ quan giám sát tài chính cần phải được thể chế hóa đầy đủ và cụ thể.
[20] Dù là đơn vị trực thuộc NHNN nhưng tổ chức, nhiệm vụ, và quyền hạn của cơ quan này vẫn do Thủ tướng Chính phủ quy định.
[21] Xem thêm Luật Các tổ chức tín dụng 2010 để biết định nghĩa pháp lý của các loại hình tổ chức tín dụng ở Việt Nam, đồng thời hiểu được các chức năng và phạm vi hoạt động của các tổ chức tín dụng này.

thống các tổ chức tín dụng, bảo đảm sự phát triển an toàn, lành mạnh của hoạt động ngân hàng.[22] BHTGVN do NHNN quản lý và giám sát hoạt động. BHTGVN có nhiệm vụ theo dõi và kiểm tra việc chấp hành các quy định pháp luật về bảo hiểm tiền gửi; kiến nghị NHNN xử lý các hành vi vi phạm quy định của pháp luật về bảo hiểm tiền gửi. BHTGVN không có chức năng thanh tra và xử lý vi phạm đối với các tổ chức tín dụng liên quan đến bảo hiểm tiền gửi. Chính điều này đã làm giảm vai trò giám sát của BHTGVN đối với hệ thống tài chính, đặt BHTGVN vào tình huống chạy theo các hình vi rủi ro đạo đức (moral hazard) của các tổ chức tín dụng thay vì hướng vào việc ngăn ngừa nó. BHTGVN có trách nhiệm chi trả tiền bảo hiểm cho người được bảo hiểm tiền gửi cũng như thực hiện các cam kết đối với tổ chức tham gia bảo hiểm tiền gửi song lại không có khả năng giám sát việc tuân thủ hợp đồng bảo hiểm tiền gửi, không có công cụ để có thể ngăn ngừa tâm lý ỷ lại vốn thường hay nảy sinh trong các quan hệ bảo hiểm.

Hơn nữa, do cơ chế quản lý bảo hiểm tiền gửi hiện nay mà bản thân BHTGVN cũng không có động cơ giám sát các tổ chức tham gia bảo hiểm tiền gửi, bởi vì các rủi ro nếu phát sinh đều do cơ quan quản lý là NHNN chịu trách nhiệm. Với mô thức này rõ ràng sẽ không có động cơ để thiết lập và duy trì một cơ chế điều phối giám sát giữa BHTGVN với cơ quan thanh tra, giám sát thuộc NHNN cũng như các cơ quan thanh tra giám sát chuyên ngành khác.

Bộ Tài chính (MOF)

Trong khi NHNN được giao nhiệm vụ quản lý và giám sát khu vực ngân hàng thì Bộ Tài chính, bên cạnh là cơ quan chịu trách nhiệm thực thi chính sách tài khóa quốc gia, được giao nhiệm vụ quản lý và giám sát hai khu vực tài chính còn lại là chứng khoán và bảo hiểm. Đối với lĩnh vực chứng khoán, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) là cơ quan trực thuộc Bộ Tài chính[23], chịu trách nhiệm trực tiếp quản lý nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán; trực tiếp quản lý, giám sát hoạt động chứng khoán và thị trường chứng khoán; quản lý các hoạt động dịch vụ thuộc lĩnh vực chứng khoán, thị trường chứng khoán.[24] Cũng giống như chức năng của cơ quan thanh tra – giám sát NHNN, UBCKNN cũng có chức năng thanh tra, giám sát, xử lý các vi phạm hành chính và giải quyết khiếu nại, tố cáo trong hoạt động chứng khoán và thị trường chứng khoán. Mặc dù là một cơ quan trực thuộc Bộ Tài chính nhưng cơ cấu tổ chức của UBCKNN lại giống như một bộ chức năng, trong đó bao gồm nhiều Vụ như Vụ Giám sát thị trường chứng khoán, Vụ Quản lý kinh doanh chứng khoán, Vụ Quản lý phát hành chứng khoán, Thanh tra… Điều này cho thấy rằng UBCKNN đang giữ một vị trí rất quan trọng không chỉ trong bộ máy điều hành của Bộ Tài chính mà còn đối với vai trò quản lý và giám sát các hoạt động chứng khoán và thị trường chứng khoán.

Trong khi đó, đối với lĩnh vực bảo hiểm, Cục Quản lý và Giám sát bảo hiểm trực thuộc Bộ Tài chính[25] là cơ quan có chức năng giúp Bộ trưởng Bộ Tài chính thực hiện quản lý nhà nước đối với lĩnh vực kinh doanh bảo hiểm trong phạm vi cả nước; trực tiếp quản lý, giám sát hoạt động kinh doanh bảo hiểm và các hoạt động dịch vụ thuộc lĩnh vực kinh doanh bảo hiểm. Chức năng quản lý và giám sát về kinh doanh bảo hiểm được quy định trong Luật Kinh doanh bảo hiểm (2000, 2010), trong đó nội

[22] Xem Quyết định 1394/QĐ-TTg, ngày 13/8/2013.
[23] UBCKNN được thành lập ngày 28/11/1996 theo Nghị định số 75/CP của Chính phủ với tư cách là cơ quan thuộc Chính phủ. Sau 5 năm thành lập, đến ngày 19/02/2004 Chính phủ đã ban hành Nghị định số 66/2004/NĐ-CP chuyển UBCKNN vào Bộ Tài chính.
[24] Quyết định số 112/2009/QĐ-TTg ngày 11/9/2009 của Thủ tướng Chính phủ.
[25] Trước năm 2009 là Vụ Bảo hiểm trực thuộc Bộ Tài chính.

dung thanh tra, kiểm tra hoạt động kinh doanh bảo hiểm; giải quyết khiếu nại, tố cáo và xử lý vi phạm pháp luật về kinh doanh bảo hiểm. Mặc dù Bộ Tài chính được giao trách nhiệm trước Chính phủ thực hiện quản lý nhà nước đối với lĩnh vực bảo hiểm nói chung và kinh doanh bảo hiểm nói riêng, song các Bộ, cơ quan ngang Bộ, cơ quan thuộc Chính phủ khác trong phạm vi nhiệm vụ, quyền hạn của mình cũng có trách nhiệm quản lý nhà nước về kinh doanh bảo hiểm, thậm chí Uỷ ban nhân dân các cấp trong phạm vi nhiệm vụ, quyền hạn của mình cũng thực hiện quản lý nhà nước về kinh doanh bảo hiểm tại địa phương (Điều 121, Luật Kinh doanh bảo hiểm 2000). Những quy định này thực tế không giúp tăng cường năng lực quản lý và phối hợp chính sách trong việc quản lý hoạt động bảo hiểm mà còn tạo ra các trách nhiệm chồng chéo giữa các cơ quan khác nhau trong việc quản lý hoạt động kinh doanh bảo hiểm. Trong khi đó, chúng ta hiện vẫn còn thiếu một khuôn khổ hợp tác và điều phối chính sách quản lý và giám sát các hoạt động bảo hiểm đặt trong sự phát triển nhanh chóng của các sản phẩm dịch vụ tài chính cũng như sự xâm nhập ngày càng tinh vi của các ngân hàng vào lĩnh vực kinh doanh bảo hiểm và ngược lại.

Kết luận

Các rủi ro hệ thống ngày càng gia tăng đã tạo ra các thách thức lớn cho các mô hình giám sát an toàn tài chính ở tất cả các quốc gia trên thế giới. Cách tiếp cận giám sát an toàn tài chính ngày càng đặt trọng tâm vào các chính sách an toàn tài chính vĩ mô vì nó giúp giám sát các rủi ro hệ thống tốt hơn, mặc dù chính sách này không hoàn toàn thay thế cho chính sách an toàn vi mô. Cách tiếp cận giám sát an toàn tài chính vĩ mô cũng giúp thu hẹp khoảng cách giữa chính sách giám sát an toàn vi mô với các chính sách kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên, để sự điều phối chính sách trở nên có hiệu quả thì việc xây dựng một mô thức giám sát tài chính như thế nào lại trở nên quan trọng hơn.

Kinh nghiệm các nước cho thấy có bốn cách tiếp cận trong việc xây dựng một mô thức giám sát tài chính theo hướng này, đó là tiếp cận theo thể chế, tiếp cận theo chức năng, tiếp cận tích hợp, và tiếp cận song trùng. Mỗi một cách tiếp cận có ưu và nhược điểm khác nhau và điều quan trọng hơn vẫn là làm sao để mô thức giám sát tài chính đó có thể bắt nhịp được với các hành vi của khu vực tài chính cũng như các hoạt động của nền kinh tế thực.

Việt Nam sử dụng cách tiếp cận định chế giống như Trung Quốc trong việc xây dựng mô thức giám sát tài chính của mình, mặc dù có một số tính chất lai của cách tiếp cận chức năng và gần đây là xu hướng tiếp cận tích hợp thông qua vai trò của UBGSQG. Mặc dù vậy, với mô hình UBGSQG như hiện nay, Việt Nam vẫn còn xa để có thể chuyển đổi thành công từ mô hình thể chế sang mô hình tích hợp. Bài viết này không phân tích mô hình giám sát nào là phù hợp cho Việt Nam, càng không kết luận rằng mô hình tích hợp có ưu điểm hơn so với mô hình định chế trong bối cảnh hiện nay hay ngược lại, mặc dù các phân tích cho thấy rằng cách tiếp cận tích hợp có thể hỗ trợ cho khả năng tăng cường phối hợp và điều phối chính sách giám sát và chính sách kinh tế vĩ mô tốt hơn. Dù cách tiếp cận như thế nào thì các yếu tố để hỗ trợ cho hoạt động giám sát và điều phối giám sát có hiệu quả là không thể thiếu, trong đó nền tảng thể chế là yếu tố quan trọng nhất.[26] Nếu một nền tảng thể chế bị đánh giá yếu, chẳng hạn như hệ thống luật pháp không đầy đủ, không rõ ràng, không có thượng tôn pháp luật

[26] Khái niệm thể chế (institution) ở đây được hiểu bao gồm các thể chế chính thức như hệ thống luật pháp hay các quy định, tính thượng tôn pháp luật, quản trị nhà nước, hệ thống tòa án và các quy tắc xét xử; và cả các thể chế phi chính thức như các quy tắc hay phong tục tập quán. Xem Acemoglu và Robinson (2012), *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity, and Poverty*, để hiểu rõ hơn về thể chế, song khái niệm thể chế trong bài viết này chỉ có giới hạn là các thể chế kinh tế (economic institutions).

(the rule of law), quyền tài sản không được công nhận và bảo hộ hiệu quả, tòa án không độc lập và không hiệu quả, luật cạnh tranh không đủ hiệu lực…, thì dù theo đuổi mô thức giám sát tài chính nào cũng không hiệu quả. Ngược lại, khi các thể chế này là tốt thì việc lựa chọn mô thức giám sát tài chính nào thực sự lại không còn quá quan trọng. Với ý nghĩa này, điều quan trọng đối với Việt Nam hiện nay không phải là nên chạy theo mô hình giám sát tài chính nào để cho việc giám sát và phối hợp chính sách giám sát có hiệu quả. Thay vào đó, khẩn trương xây dựng và hoàn thiện các khuôn khổ thể chế như đề cập trên đây sẽ giúp cho việc giám sát an toàn tài chính cũng như sự phối hợp chính sách giám sát với chính sách kinh tế vĩ mô trở nên hiệu quả và thực chất hơn. Đây cũng là mục tiêu lớn hơn của việc xây dựng lại hệ thống tài chính lành mạnh và hiệu quả cũng như tái cấu trúc lại nền kinh tế thực mà Việt Nam đang theo đuổi hiện nay./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia and Paolo Mauro, 2013, "Rethinking Macro Policy II: Getting Granular," IMF Staff Discussion Note 13/03, International Monetary Fund, Washington DC.

Borio, C., 2003, "Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?" BIS Working Paper 128 (February).

Borio, C., 2009, "Implementing the macroprudential approach to financial regulation and supervision," Banque de France, Financial Stability Review 13, September.

Clement, P., 2010, "The term 'macroprudential': origins and evolution," BIS Quarterly Review

Committee on the Global Financial System, 2010, "Macroprudential Instruments and Frameworks: a Stocktaking of Issues and Experiences," CGFS Papers, No 38, May.

Crockett, A., 2000, "Marrying the Micro- and Macro-prudential Dimensions of Financial Stability," Eleventh International Conference of Banking Supervisors, held in Basel, 20-21 September 2000.

Federal Deposit Insurance Corporation and Bank of England, 2012, "Resolving Globally Active, Systemically Important, Financial Institutions," Joint paper, December 12.

Galati, Gabriele and Richhild Moessner, 2011, "Macroprudential policy – a literature review" BIS Working Papers No 337, February

Goodhart C.A.E., 2004, "Some New Directions for Financial Stability," The Per Jacobson Lecture, The BIS and the Per Jacobson Foundation, Zurich, June.

Goodhart, Charles A. E., 2011, "The Macroprudential Authority: Powers, Scope, and Accountability," OECD Journal: Financial Market Trends Vol. 2011, No. 2.

Group of Thirty, 2010, The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace.

Houben, Aerdt, Remco van der Molen, and Peter Wierts, 2012, "Making Macroprudential Policy Operational," Financial Stability Review, Central Bank of Luxembourg.

Illing, Gerhard, 2007, "Financial Stability and Monetary Policy—A Framework," CESifo Working Paper.

International Monetary Fund, 2011, Macroprudential Policy: An Organizing Framework. Prepared by the Monetary and Capital Markets Department.

International Monetary Fund, 2013a, Institutional Arrangements for Macroprudential Policy in Asia. Prepared by Cheng Hoon Lim, Rishi Ramchand, Hong Wang and Xiaoyong Wu.

International Monetary Fund, 2013b, The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies. Prepared by a staff team coordinated by Stijn Claessens (RES) and Karl Habermeier (MCM) and comprising Erlend Nier, Heedon Kang, Tommaso Mancini-Griffoli (MCM), and Fabian Valencia (RES).

International Monetary Fund, 2013c, Key aspects of Macroprodential Policy. Prepared under the guidance of Jan Brockmeijer, by a team led by Erlend Nier and Jacek Osiński (MCM, comprising Jessica Allison, Chikako Baba, and many others.

Issing, Ottmar, 2003, "Monetary and Financial Stability: Is There a Trade-off?" BIS Working Paper 18 (Basel: Bank for International Settlements).

Jeanne, Olivier, and Anton Korinek, 2011, "Macroprudential Regulation Versus Mopping up After the Crash," University of Maryland.

Juks, Reimo, and Ola Melander, 2012, "Countercyclical Capital Buffers as a Macroprudential Instrument," Riksbank Studies, December.

Kaminsky, Graciela, and Carmen Reinhart, 1999, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," American Economic Review, Vol. 89, pp. 473-500.

Kaminsky, Reinhart and Vegh, 2004, When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies. NBER Macroeconomics Annual 2004. MIT Press.

Keen, Michael, and Ruud de Mooji, 2012, "Debt, Taxes, and Banks," IMF Working Paper 12/48, International Monetary Fund, Washington DC.

Kim, B.Y. and Lim C.H., 2009, Financial Sector Reform In Transition Economies, International Monetary Fund and Seoul National University Press.

Krugman and Wells, 2012, Macroeconomics. 3th edition Worth Publishers.

Laeven, Luc, and Fabián Valencia, 2012, "Systemic Banking Crises Database: Working Paper 12/163, International Monetary Fund, Washington DC.

Lambertini, Luisa, Caterina Mendicino, and Maria Teresa Punzi, 2011, "Leaning against Boom-bust Cycles in Credit and Housing Prices," Bank of Portugal Working Paper 8 (Lisbon: Banco de Portugal).

Mankiw N.G., 2010, Macroeconomics. 7th edition. Macmillan.

Nier, Erlend W., 2009, "Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks", IMF Working Paper 09/90, International Monetary Fund, Washington DC.

Park Yung Chul, 2012, A Macroprudential Approach to Financial Supervision and Monetary Policy in Emerging Economies

Reserve Bank of Australia Bulletin, 1996, Prudential Supervision and the Changing Financial System.

Stein, Jeremy C., 2013, "Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement and Policy Responses," Remarks at a Research Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of St. Louis, February 7, 2013.

The Group of Thirty, 2008, The Structure of Financial Supervison: Approaches and Challenges in a Global Marketplace.

Ueda, Kenichi, and Fabian Valencia, 2012, "Central Bank Independence and Macroprudential Regulation," IMF Working Paper 12/101, International Monetary Fund, Washington DC.

Valencia, Fabian, 2011, "Monetary Policy, Bank Leverage, and Financial Stability," IMF Working Paper 11/244, International Monetary Fund, Washington DC.

Viñals, José, "The Do's and Don'ts of Macroprudential Policy," Speech at the European Commission and ECB Conference on Financial Integration and Stability, Brussels, May 2, 2011.