

## Chương 1

# THỊ TRƯỜNG, ĐỊNH CHẾ VÀ CHI PHÍ GIAO DỊCH

### 1.1 Giới thiệu

Có nhiều lập luận ủng hộ hệ thuyết (paradigm) kinh tế hiện hành trong việc nó đề cao vai trò của các thể chế thị trường đối với hoạt động quản trị kinh tế và tài chính trong những khu vực và những ngành khác nhau. Nhưng đồng thời cũng có một vài lập luận phản đối đáng lưu ý. Việc nhận thức được sự phụ thuộc lẫn nhau phức tạp giữa một bên là các thể chế và những hoạt động của chúng và bên kia là sự tiến triển của các quy tắc quản trị theo thời gian là hết sức quan trọng. Toàn cầu hóa hay sự hội nhập kinh tế và tài chính mà đã nổi lên trong thập niên 1990 đã có những đóng góp tích cực lẫn tiêu cực (để biết về một quan điểm có tính phê phán những chính sách và tác động của toàn cầu hóa, hãy xem Baker và các cộng sự 1998 và Stiglitz 2002). Vai trò và những hạn chế của sự toàn cầu hóa hay sự mở rộng thị trường toàn cầu xứng đáng nhận được sự nghiên cứu cẩn trọng về khu vực tài chính trong mối quan hệ với vai trò của khu vực này trong việc đạt được những mục tiêu phát triển của các khu vực kém phát triển hơn trong xã hội. Một số ý nghĩa của sự tự do hóa và toàn cầu hóa tài chính được thảo luận trong chương 4. Những vai trò còn đang được tranh cãi rộng khắp của các thể chế chính phủ (bao gồm cả những chế định – regulatory regimes) tương phản với vai trò của các thể chế thị trường là một sự đơn giản hóa quá mức những tiến trình cơ bản. Điều thực sự liên quan là một sự kết hợp khôn ngoan giữa các thể chế chính phủ và thị trường cũng như các thể chế tư nhân khác được xây dựng dựa trên một hệ thống pháp luật và pháp quyền vững chắc.

Sự phụ thuộc qua lại phức tạp giữa các nguồn lực tài chính, các tiến trình tăng trưởng kinh tế và phát triển kinh tế cần nhận được sự quan tâm nhiều hơn trong các nghiên cứu về học thuật và chính sách. Mãi cho đến gần đây thì nhiều nhà kinh tế mới quan tâm đến vai trò quan trọng của các nguồn lực tài chính và cơ sở hạ tầng thể chế trong tăng trưởng và phát triển kinh tế. Một trong những đóng góp đáng lưu ý là nghiên cứu của Hulme và Mosley (1996) tập trung vào các nguyên lý và ứng dụng của tài chính trong mối quan hệ với giảm nghèo. Một số cuốn sách quan trọng tổng hợp các lý thuyết về kinh tế học phát triển đã không đề cập đến tài chính như là một chủ đề và một số bài khảo cứu cũng đã không đề cập đến tài chính cho phát triển ngay cả trong danh mục các chủ đề bị bỏ qua. Tương tự như vậy, phần lớn lý thuyết kinh tế phát triển cũng lãng quên luôn về vai trò của các nhân tố môi trường. Điều này không báo trước điều gì hay ho về sự bền vững của kinh tế học phát triển như là một lĩnh vực quan trọng của kinh tế học hiện đại. Bất cứ một cách tiếp cận toàn diện nào cũng phải chấp nhận ưu tiên hàng đầu cho vai trò của các nguồn lực và thể chế tài chính cũng như là các vấn đề đang nổi lên về phát triển bền vững. Vì vậy, có một nhu cầu ngày càng tăng cho sự phát triển hơn nữa trong nội bộ lĩnh vực tài chính phát triển nhằm xác định vai trò quan trọng của các nhân tố tài chính, và tầm quan trọng được lượng hóa của những hệ thống tài chính trong các tiến trình tăng trưởng và phát triển kinh tế. Với khoảng 1/3 dân số toàn cầu hiện đang sống trong nghèo khổ và hơn 1 tỷ người hiện đang sống dựa vào mức thu nhập thấp hơn 1 USD/ngày, vai trò của tài chính phát triển xứng đáng được sự quan tâm nhiều hơn vì lợi ích của người nghèo cũng như người giàu. Nhiều thể chế tài chính và

phát triển đa phương đòi hỏi một sự chấp thuận về ưu tiên hàng đầu dành cho việc xóa đói giảm nghèo nhưng dường như đã không đạt được những mục tiêu này.

Trong tài chính phát triển, bản chất và phạm vi tương tác giữa các nguồn tài chính khác nhau, từ những nguồn/thể chế chính thức và phi chính thức, là một khía cạnh quan trọng. Những vai trò của kinh tế học thể chế và kinh tế học khế ước (economics of contracts) là quan trọng trong việc thiết kế các chính sách tài chính và thực thi các chính sách này. Chương này chủ yếu đề cập đến các đặc trưng liên quan về vai trò của các thể chế và chi phí giao dịch (TC) trong việc hình thành và quản trị các thể chế tài chính và sự thiết lập các chính sách có liên quan. Sau khi xem xét các đặc trưng nổi bật của kinh tế học về khế ước tài chính, thông tin bất cân xứng (asymmetric information - AI) và các đặc trưng có liên quan, chương này phân tích hiện tượng định mức tín dụng cân bằng và các yếu tố của việc quản lý rủi ro tài chính. Các phần tiếp theo đề cập tới các cơ chế khác nhau của sự quản trị tài chính đối với sự hợp tác quốc tế, và vai trò của chi phí giao dịch trong việc tác động đến quản trị tài chính hiệu quả theo các sắp đặt thể chế khác nhau.

## 1.2 Hợp đồng, Ủy quyền - Tác nghiệp và Chi phí Giao dịch

Một sự hiểu biết về kinh tế học khế ước, về các mối quan hệ ủy quyền – tác nghiệp và về chi phí giao dịch cho phép chúng ta hiểu rõ hơn về sự vận hành của các thể chế tài chính và chính sách tài chính, cả trong nước lẫn quốc tế. Các nguyên lý cơ bản được đề cập đến trong phần này có liên quan nhiều đến những phân tích tiếp theo trong cuốn sách này.

### Chi phí Giao dịch (transaction cost - TC)

Chi phí giao dịch bao gồm chi phí của việc thực hiện một giao dịch, gồm cả chi phí thông tin và tìm kiếm, chi phí mặc cả cũng như chi phí quản lý và thực hiện khi tiến hành thực thi một giao dịch. Các chi phí phát sinh từ sự bất định (uncertainty) cũng được xem như các yếu tố của chi phí giao dịch nếu nguyên nhân gây ra sự bất định xuất phát từ các đặc trưng về thông tin và thể chế có liên quan đến việc thiết lập một chính sách cho trước. Ở cấp độ công ty, vai trò của chi phí giao dịch bao gồm ảnh hưởng của chi phí này đến các quyết định sản xuất cũng như sự kết hợp nợ – vốn chủ sở hữu trong cơ cấu vốn của công ty đó. Phương pháp tối thiểu hóa chi phí giao dịch nhấn mạnh đến vai trò của chi phí ủy quyền – tác nghiệp (xem định nghĩa dưới đây) phát sinh từ thông tin bất cân xứng (AI). Cơ cấu vốn tối ưu mà tối thiểu hóa tổng chi phí ủy quyền – tác nghiệp của nợ và vốn chủ sở hữu (để biết các mô hình phân tích chi tiết, hãy xem Vilasuso và Minkler 2001). Vai trò của chi phí giao dịch cũng quan trọng trong cả các tổ chức doanh nghiệp lẫn chính phủ, đặc biệt trong các vấn đề quản trị tài chính.

Trong bất cứ mô hình tối ưu hóa kinh tế chính thức nào, chi phí giao dịch cũng cấu thành nên các khung cơ cấu mà cần phải được nhận biết trong việc xác định các mối quan hệ kinh tế và tài chính khác nhau. Khi chi phí giao dịch được đưa vào như là một giới hạn bổ sung trong hệ thống, giải pháp tối ưu thường kém hơn so với giải pháp tối ưu khi không có một giới hạn bổ sung như thế. Nói chung, chi phí giao dịch nên tính đến tất cả các yếu tố chi phí quan trọng của giao dịch tài chính. Tuy nhiên, phần lớn các phương pháp luận hiện tại trong kinh tế học về chi phí giao dịch thường không đề cập một cách công khai những chi phí này. Các phương pháp và ứng dụng được cải thiện của kinh tế học về chi phí giao dịch đã được trình bày trong một cuốn sách gần đây; hãy xem Rao (2003).

Trước tiên chúng ta hãy xem xét một số khái niệm cơ bản mà đặt nền tảng cho việc quản trị tài chính của các hệ thống công cộng và ảnh hưởng của chúng đến các dòng vốn tài chính. Việc lưu ý rằng thể chế bao gồm những tổ chức, qui tắc hoạt động và sự thực thi các qui tắc và cơ chế khế

ước có vai trò quan trọng. Rộng hơn, các thể chế thị trường và chính phủ mở rộng ra phần lớn cơ sở hạ tầng tài chính trong nước cũng như quốc tế. Thể chế bao gồm các qui tắc chính thức và phi chính thức, sự thực thi chúng và các thỏa ước có tính tổ chức đối với việc quản trị kinh tế và các mối quan hệ giữa các cá nhân và tổ chức khác. Việc phân loại theo chức năng của thể chế thừa nhận một hay nhiều loại sau đây (ngoài nhiều cách phân loại khác, không nhất thiết loại trừ lẫn nhau): chính thức/phi chính thức, hợp pháp, chính trị, hành chính, tư nhân/công cộng, tập trung hóa/phi tập trung hóa.

Là một trường hợp được chú ý đặc biệt, các thể chế tài chính (FI) là những tổ chức kinh tế có tiềm năng đạt được tính hiệu quả kinh tế và tài chính với sự quản lý rủi ro và sự hiệu quả hoạt động. Ngoài ra, hiệu quả hoạt động bị ảnh hưởng bởi hiệu quả kinh tế nhờ vị trí, hiệu quả kinh tế nhờ qui mô lớn và hiệu quả kinh tế nhờ chuyên môn hóa chức năng cùng với các đặc trưng khác của các tổ chức kinh tế đó. Chương 2 giải thích vai trò của chi phí giao dịch trong việc hình thành và vận hành của thể chế tài chính cũng như mối quan hệ của chúng với tăng trưởng và phát triển kinh tế; một số đặc trưng nổi bật được tóm lược dưới đây. Hộp 1.1 cung cấp cho ta một số các định nghĩa quan trọng.

### Hộp 1.1: Các khái niệm và định nghĩa chính

*Chi phí ủy quyền – tác nghiệp:* là chênh lệch giữa hiệu quả hoạt động tối đa lý tưởng khi không có thông tin bất cân xứng và mức hiệu quả hoạt động đạt được phản ánh kết quả của thông tin bất cân xứng giữa người ủy quyền và người tác nghiệp vận hành một tổ chức kinh tế.

*Tài chính nói chung:* bao gồm tất cả các hình thức giao dịch tài chính, gồm cho vay dự án, danh mục đầu tư, nợ tư nhân (thường không được đảm bảo), các hoạt động tài chính khác của khu vực tư nhân, các công ty liên doanh và đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI).

*Thị trường đầy đủ:* thị trường mà ở đó hàng hóa và dịch vụ có thể được định giá theo mọi sự kết hợp ngẫu nhiên cho tất cả các tình huống theo nghĩa cạnh tranh. Một tập hợp lý tưởng các cấu hình thị trường cho mọi hàng hóa hay nhân tố khả dĩ trong tất cả các tình trạng bất ổn tạo ra những thị trường như vậy.

*Tiền tệ khế ước (Contract-intensive money):* bao gồm tất cả các công cụ tiền tệ có liên quan đến thể chế hay cá nhân, và có vai trò cốt yếu trong việc hình thành thể chế tài chính; giá trị của tập hợp này tùy thuộc vào các chính sách kinh tế vĩ mô của chính phủ cũng như sự tôn trọng của các tác nhân kinh tế đối với các khế ước ngầm và công khai của chúng. Điều này có sự tương quan lớn với đầu tư.

*Hình thành tín dụng (credit formation):* các giao dịch tạo ra sự trao đổi tự nguyện của chuyển nhượng vốn; điều này bao gồm cả việc xử lý và sàng lọc thông tin có liên quan cho việc thực hiện một giao dịch.

*Quan điểm tín dụng của sự chuyển hóa tiền (credit view of monetary transmission):* quan điểm này được dựa trên giả định rằng chính sách tiền tệ của chính phủ tác động đến thời hạn và sự sẵn có của tín dụng đối với các khoản vay mới và ảnh hưởng đến các lãi suất ngắn hạn một cách trực tiếp và gián tiếp.

*Ngoại tác:* tác động của các hoạt động/phi hoạt động hay các giao dịch mà kết quả được cho là không mong đợi cho các bên khác không liên quan trực tiếp đến các giao dịch này.

*Ngoại tác tích cực:* chỉ vai trò của một ngoại tác trong đóng góp tích cực của nó đối với một mục tiêu cụ thể.

*Ngoại tác tiêu cực:* đóng góp tiêu cực của một ngoại tác đối với một mục tiêu cụ thể.

*Ngoại tác hệ thống (network externality):* một tổ chức kinh tế mô tả một ngoại tác hệ thống khi giá trị của nó đối với các bên tham gia hệ thống đó là một hàm số của số lượng và loại hình sử dụng của các bên tham gia khác.

*Tự do hóa tài chính:* sự bãi bỏ những sự kiểm soát tác động đến sự ảnh hưởng lẫn nhau của các lực lượng thị trường trong khu vực tài chính hay thị trường vốn, qua đó tạo điều kiện thuận lợi cho các dòng chảy vốn từ các tổ chức tài chính xuyên quốc gia.

*Áp chế tài chính (financial repression):* sự bóp méo trong các hệ thống tài chính bởi các biện pháp thuế và phi thuế mà chính phủ áp dụng nhằm cô lập khu vực tài chính hay các thị trường vốn khỏi các lực lượng thị trường.

*Thất bại thị trường:* sự bất lực của các thể chế thị trường trong việc đạt được các mục tiêu hiệu quả mong muốn về mặt kinh tế hay xã hội ví dụ như tối đa hóa phúc lợi.

*Quan điểm tiền tệ của sự dẫn truyền tiền tệ:* liên quan đến chính sách tiền tệ có tác động đến tổng cầu, quan điểm này cho là lãi suất cao hơn làm hạn chế nhu cầu do vai trò của chi phí vốn cao hơn so với lợi tức vốn. Điều này được dựa trên giả định rằng tất cả tài sản không phải tiền đều là những hàng thay thế hoàn hảo.

*Tính tối ưu Pareto:* một tình huống mà qua đó tất cả các bên đều hưởng lợi và sự cải thiện về phúc lợi của một bên nào đó chỉ có thể có được từ sự thiệt hại của ít nhất một bên khác.

*Thị trường vốn hoàn hảo:* một thị trường vốn cạnh tranh hoàn hảo khi giá cả phản ánh hoàn toàn các nhân tố cung và cầu; chi phí giao dịch được giả định là không đáng kể và những sự bất cân xứng về thông tin không thể thường xảy ra.

*Lý thuyết ủy quyền – tác nghiệp (PA):* khi có sự bất cân xứng về thông tin giữa các thực thể kinh tế và các thực thể khác, cá nhân hay thực thể chủ yếu (bên ủy quyền) có thể giám sát và hướng dẫn hoạt động của một bên tác nghiệp được chỉ định để thực hiện các mục tiêu của bên ủy quyền chỉ ở một mức độ giới hạn; như vậy, một sự không nhất quán tiềm tàng có thể xảy ra giữa mục tiêu và chức năng của bên ủy quyền và các bên tác nghiệp.

*Tài chính truyền thống:* tài chính được cung cấp cho khu vực công hay các thực thể chính phủ; việc này phải gánh chịu nghĩa vụ công, hoặc được đảm bảo bởi chính phủ hay bởi các tổ chức khác.

## **Chi phí Giao dịch và Thể chế Tài chính**

Nói chung, thể chế tài chính tạo ra sự gia tăng hiệu quả kinh tế và tài chính, và tiết kiệm thông qua đóng góp của mình trong việc giảm chi phí giao dịch. Qui mô của thể chế tài chính đòi hỏi sự nghiên cứu kỹ càng về đóng góp tiềm năng của chúng đối với việc tiết kiệm chi phí và tăng cường tính hiệu quả như vậy trong số các nhân tố khác. Chi tiết về các vai trò có liên quan của thể chế tài chính được trình bày trong chương 2. Như là một hiện tượng cơ bản, các mối quan hệ tài chính giữa thể chế tài chính và các khách hàng của mình có liên quan đến “cơ chế cam kết” (Hellwig, 1998) mà thay đổi tùy theo các thể chế khác nhau và môi trường pháp lý và thể chế

khác của chúng. Trong một khuôn khổ rộng như vậy, việc giảm chi phí giao dịch là một yêu cầu cần thiết cho việc đạt được hiệu quả kinh tế, mặc dù không phải lúc nào cũng hữu hiệu. Vai trò của chính phủ theo cách nhìn này ở mức tổng quát là phải cung cấp được một cơ cấu thể chế và pháp lý có thích hợp. Việc chỉ định và thực thi quyền sở hữu là một phần quan trọng của cơ sở hạ tầng này cho phép các hoạt động kinh tế phát triển.

Vai trò của người thi hành quyền sở hữu thường là một chức năng chính yếu của nhà nước. Như North và Thomas (1993, trang 8) đã nhận xét rằng “các chính phủ đảm nhận việc bảo vệ và thi hành quyền sở hữu bởi vì họ có thể làm điều này với chi phí thấp hơn so với các nhóm tình nguyện tư nhân”. Vấn đề chính ở đây là phải đảm bảo rằng các giao dịch xảy ra theo hướng tối thiểu hóa chi phí giao dịch. Vai trò cốt yếu của việc làm giảm chi phí giao dịch nhằm gia tăng sự tăng trưởng kinh tế tại các nền kinh tế phương Tây trong suốt nhiều thập niên qua hiện đã được nhận thức rõ ràng. Việc giải mã các cấu phần quan trọng khác nhau của chi phí giao dịch khi các cấu phần này áp dụng trong mỗi hệ thống và mỗi loại giao dịch là hết sức hữu ích. Vai trò của việc tìm kiếm, thực thi, đo lường, và các cấu phần khác của chi phí giao dịch phải được nghiên cứu tách biệt (và dưới dạng phụ thuộc lẫn nhau) nhằm vạch ra các chiến lược có chi phí thấp nhất. Một số chi phí của việc quản trị có thể được tiết kiệm với sự tham gia của bản thân các thể chế là người sử dụng khi kết hợp với sự giám sát hiệu quả của nhà nước. Vai trò của Thị trường Chứng khoán New York hay Hội đồng Thương mại Chicago đơn giản như là vai trò của các tổ chức giám sát và kiểm soát có thể đóng vai trò như những ví dụ về việc sử dụng các quyền lực được ủy nhiệm cho việc tối thiểu hóa chi phí giao dịch. Ở cấp độ quốc tế, vai trò của qui tắc và tiêu chuẩn ngân hàng và tài chính khác giữa các nước là quan trọng trong việc giảm bớt các vấn đề về thông tin và trong chi phí giao dịch như là hệ quả. Khi xác định một số các vấn đề liên quan, Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) phát hành các Báo cáo về sự Tuân thủ các Tiêu chuẩn và bộ Luật mà mô tả đặc điểm và sự tuân thủ của các tiêu chuẩn khu vực tài chính và cơ sở hạ tầng thể chế có liên quan của các nước thành viên khác nhau. Các thể chế tài chính và các tổ chức phối hợp quốc tế khác như Ngân hàng Thanh toán Quốc tế (BIS) cũng cung cấp những hướng dẫn theo hướng này; chương 4 sẽ nghiên cứu chi tiết hơn vấn đề này.

Khế ước tài chính và các khế ước khác đặt nền tảng cho sự hoạt động của các thể chế khác nhau. Các cơ cấu của những khế ước này cần được chú ý như được giải thích dưới đây.

### **Kinh tế học Khế ước**

Vai trò của việc thiết kế và thực thi các khế ước là rất quan trọng trong việc hình thành và phát triển các thể chế cho việc quản trị kinh tế và tài chính. Các doanh nghiệp và thị trường được xem như là một mối quan hệ được định nghĩa một cách thích hợp của khế ước. “Các khế ước hoàn hảo” có lẽ không hiện hữu, nhưng nhiều khế ước tương đối hiệu quả và khả thi thực sự tồn tại. Có một yêu cầu cần chú ý hơn nữa đến luật và kinh tế học khế ước bởi vì hầu hết các giao dịch tài chính và giao dịch khác hoặc là khế ước công khai hay ngầm ẩn (hay là một sự kết hợp cả hai). Các khế ước này có thể là những khế ước đầy đủ (complete contracts) hay không đầy đủ (incomplete contracts) như được giải thích dưới đây.

1. Một khế ước là đầy đủ nếu có một sự định rõ công khai trong khế ước mà xác định mọi sự bất ngờ hay tình huống khả dĩ khi nó xuất hiện. Nói chung, khế ước đầy đủ không hiện hữu khi ta biết về sự phức tạp của việc hiểu rõ và xác định tất cả các chi tiết có liên quan. Như vậy, sự không đầy đủ của hầu như tất cả các khế ước là không thể tránh khỏi.
2. Một khế ước là không đầy đủ về mặt pháp lý trong chừng mực mà các điều khoản của khế ước đó đòi hỏi các bên tham gia khế ước phải phụ thuộc vào chính bản thân mình về

“thông tin chưa được xác minh”. Đôi khi các thể chế pháp luật hoặc trung gian (ví dụ như các hội đồng trọng tài) nhắm đến việc bịt kín các sơ hở trong khế ước và đề nghị các biện pháp chỉnh sửa.

Vấn đề cốt yếu trong bối cảnh quản trị khế ước này là phải cân đối các chi phí của việc thiết kế và thực thi khế ước ở các mức không đầy đủ khác nhau của khế ước. Ở cấp độ tổng quát, các thể chế phi thị trường và cơ sở hạ tầng pháp lý của một xã hội đóng vai trò bao quát toàn bộ trong sự hiệu quả (bao gồm chi phí thấp nhất) của các kiểu hình khế ước và thể chế khác nhau.

Các yếu tố của khế ước tài chính cũng thường bao gồm cả các yêu cầu và sự định rõ thêm về việc thực thi khế ước ngoài việc trả lãi nợ và nợ gốc theo một kế hoạch thời gian xác định. Khi đánh giá về mức độ mong muốn của một khế ước tương đối đầy đủ, chi phí tương đối (chi phí *tiền nghiệm*) của việc thiết kế một khế ước toàn diện cần phải được cân đối với các chi phí (chi phí *hậu nghiệm*) của việc thực thi một khế ước kém toàn diện hơn. Một cách lý tưởng thì một sự kết hợp khôn ngoan của sự toàn diện tối ưu và sự thực thi hiệu quả là rất cần thiết trong các cơ chế quản trị khế ước. Các khế ước không đầy đủ và thông tin bất cân xứng (AI) (được định nghĩa trong phần 1.3) tạo ra một tập hợp chi phí giao dịch, trong khi chủ nghĩa cơ hội hành vi hay sự thiếu vắng cam kết giữa các bên đối với những qui định trong khế ước tạo ra một tập hợp chi phí giao dịch bổ sung khác. Tuy nhiên, hai nhóm chi phí giao dịch này không loại trừ nhau. Nền tảng cơ bản chung tác động đến những chi phí này có quan hệ đến vai trò của luật pháp và tục lệ bởi vì hai nhân tố này ảnh hưởng đến chọn lựa về các hành động trong những tình huống khác nhau. Vai trò của chi phí giao dịch lại xuất hiện dưới dạng chi phí dự phòng và thực thi của các thỏa ước pháp luật. Ở đây, một sự hiểu biết rõ về các cấu phần cơ bản của chi phí giao dịch là rất quan trọng. Ngoài ra, một sự phân tích về chi phí giao dịch cung cấp cho ta một mối liên kết đến vấn đề tổ chức và sự thiết kế các thể chế với sự đảm bảo thích hợp về khế ước công khai và ngầm ẩn.

Trong hai hình thức khế ước: khế ước gồm nhiều giai đoạn trong khoảng thời gian T, hay các khế ước chỉ có một giai đoạn cho cùng khoảng thời gian T, thì hình thức nào ưu việt hơn? So với các khế ước chỉ có một giai đoạn thì các khế ước nhiều giai đoạn có lợi cho các bên tham gia khế ước, đặc biệt khi thông tin cá nhân hay thông tin bất cân xứng chiếm ưu thế giữa các bên và/hoặc khi việc xác minh thông tin giữa các bên đòi hỏi chi phí cao (Townsend, 1982). Ngoài ra, các điều khoản hay cơ cấu của một khế ước tối ưu là rất nhạy cảm với phạm vi thời gian có liên quan, và vai trò của các nhân tố chiết khấu thời gian của các bên tham gia. Việc thiếu vắng một sự xếp hạng đồng nhất các ưu tiên giữa các bên đối với các khoảng thời gian khác nhau trong tương lai ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động hậu khế ước của các bên đối với một khế ước (xem chương 6 để biết thêm về một phân tích chi tiết hơn trong bối cảnh của các khế ước nợ có đảm bảo của chính phủ). Danh tiếng và sự tín nhiệm trở nên quan trọng như là một cơ chế khuyến khích năng động trong thiết lập một giao dịch lặp lại nhiều giai đoạn khi danh tiếng tốt của các giai đoạn trước cho phép danh tiếng và sự tín nhiệm tốt hơn cho các giai đoạn sau. Nếu người ra quyết định chiết khấu chi phí và/hoặc lợi ích tương lai một cách quá mức thì phạm vi quan tâm hiệu quả của họ đơn thuần là giai đoạn bắt đầu của khế ước. Tương tự như vậy, nếu một bên nào đó trong số các bên tham gia khế ước không tự xem mình là có trách nhiệm (có thể vì họ có thể bị chuyển sang các công việc khác hay được giải phóng khỏi trách nhiệm của mình tương đối sớm) đối với các kết quả liên quan trong một phạm vi dài hơn, bao gồm cả những người tham gia trong khế ước nhiều giai đoạn, thì việc ra quyết định của những người này có thể chịu sự chiết khấu cao về các kết quả trong tương lai. Những sự tiên đoán tương tự nhau là có giá trị khi có một khả năng cao có thể xảy ra rằng các bên không hành động theo cách thức giao dịch lặp lại và tự nhận thức rằng mình đang hành động trong một giao dịch một lần.

Các vấn đề thiết kế và thực thi khế ước cần nhận được sự quan tâm đặc biệt trong quan hệ với chi phí thích hợp của việc thực hiện những giao dịch. Các phương pháp thực thi chính thức và phi chính thức tạo ra một khác biệt cơ bản trong việc xác định đặc trưng của các xã hội hiện đại và ít hiện đại hơn. Vai trò của các nền kinh tế phi chính thức, các hạn chế phi chính thức và các đặc trưng có liên quan trong việc tối thiểu chi phí giao dịch trong việc thiết kế và thực thi các khế ước là rất đáng lưu ý. Hiện tượng chi phí giao dịch tràn ngập ảnh hưởng xấu đến hiệu quả kinh tế và phúc lợi xã hội nói chung. Vì vậy, việc xem vấn đề tối thiểu hóa chi phí giao dịch trong bối cảnh tối đa hóa phúc lợi hay trong ý nghĩa tối ưu Pareto là rất quan trọng. Sự tiến triển của các thể chế chính thức tại những nền kinh tế phương Tây là một nhân tố quan trọng việc giảm chi phí giao dịch; những yếu tố này làm gia tăng sự tăng trưởng kinh tế trong những nền kinh tế phát triển của thế giới phương Tây. Sự phát triển thể chế tài chính là một trong những khía cạnh quan trọng của tiến trình này. Nhiều chi tiết liên quan đến sự phát triển thể chế tài chính và tiến bộ kinh tế được trình bày trong chương 2. Một khía cạnh bổ sung cho việc phân tích sự quản trị tài chính hữu hiệu nổi lên từ việc hiểu biết về sự vận hành của các mối quan hệ ủy quyền – tác nghiệp, mà được giải thích dưới đây.

### **Lý thuyết Ủy quyền – Tác nghiệp (Principal – Agent Theory, PA)**

Vấn đề của khế ước tài chính đã thu hút nhiều sự quan tâm kể từ khi có sự đóng góp của Jensen và Meckling (1976). Vai trò của chi phí ủy quyền – tác nghiệp trong khuôn khổ của lý thuyết Ủy quyền – Tác nghiệp (PA) nói lên rằng chi phí ủy quyền – tác nghiệp trong bối cảnh các công ty tài chính thường là một hàm số của loại hình và mức độ của sự bất cân xứng về thông tin, và các chi phí giám sát và chi phí thông tin. Lý thuyết PA đầu tiên do Ross (1973) đề xuất và sau này được Jensen và Meckling (1976) phát triển thêm. Lý thuyết PA là một trong những cách tiếp cận quan trọng trong phân tích về chính sách và sự hoạt động của các thể chế tài chính, bao gồm cả sự phân tích về tính hiệu quả của viện trợ và viện trợ từ bên ngoài. Chi phí ủy quyền – tác nghiệp có tính nhạy cảm cao với các điều khoản luật pháp và các cơ cấu khế ước.

Chi phí ủy quyền – tác nghiệp là chênh lệch giữa giá trị của một công ty trong bối cảnh thông tin hoàn hảo và giá trị của công ty đó trong bối cảnh thông tin bất cân xứng và việc thực thi không hoàn hảo các khế ước. Một định nghĩa có thể sử dụng được về khái niệm này do Jensen và Meckling (1976) đưa ra:

“chi phí ủy quyền – tác nghiệp bao gồm tổng các chi phí giám sát của người ủy quyền, chi phí của việc ràng buộc người tác nghiệp nhằm thực hiện các nhiệm vụ tương thích với các mục tiêu hoạt động của người ủy quyền hay thực thể kinh tế, và của các tổn thất còn lại mà có thể quy cho sự chệch hướng trong các quyết yếu tối ưu được thực hiện bởi người tác nghiệp ngược lại với các quyết định mà lẽ ra đã được người ủy quyền thực hiện nếu như họ có liên quan trực tiếp đến các quyết định”.

Jensen và Meckling (1976) cũng chứng tỏ bằng phân tích rằng sự tài trợ vốn chủ sở hữu và tài trợ nợ từ bên ngoài có chi phí ủy quyền – tác nghiệp phát sinh từ các vấn đề về thông tin, cũng như từ việc tách biệt quyền sở hữu và kiểm soát doanh nghiệp. Vai trò của chi phí ủy quyền – tác nghiệp trong việc tài trợ từ bên ngoài vì vậy là một sự bổ sung rỗng vào chi phí vốn so với chi phí của việc sử dụng vốn nội bộ tương ứng, với điều kiện các nhân tố khác không đổi. Sự hiểu biết thấu đáo tài chính doanh nghiệp này có liên quan rất nhiều trong bối cảnh tài chính phát triển ở cấp độ quốc gia và quốc tế.

Vì vậy, vai trò của thông tin bất cân xứng vẫn quan trọng, cả trong việc thiết kế lẫn thực hiện khế ước, trong mối quan hệ ủy quyền – tác nghiệp và trong việc ảnh hưởng đến độ lớn của chi phí

giao dịch nói chung. Phần tiếp đây tóm lược một số khái niệm có liên quan của kinh tế học về thông tin bất cân xứng.

### 1.3 Thông tin bất cân xứng (AI)

Việc thiếu vắng sự tương đương trong nội dung thông tin giữa các bên đối với một vấn đề chung mà có tác động đến lợi ích của mỗi bên tạo ra sự bất cân xứng về thông tin. Một sự tổng quát hóa khái niệm này ắt cũng sẽ bao gồm cả năng lực không giống nhau giữa các bên đối với một vấn đề chung trong việc xử lý một tập hợp thông tin. Không chỉ bởi vì nội dung thông tin khác biệt là một yếu tố đầu vào mà còn bởi đóng góp hữu hiệu của thông tin đối với đầu ra hay một quyết yếu tối ưu cấu thành nên bản chất của thông tin bất cân xứng.

Ngân hàng và các thị trường tổng hợp (bao gồm cả ngành bảo hiểm) là những người tham gia thêm vào trong việc phân bổ các loại hình rủi ro khác nhau trong một hệ thống tài chính. Sự thiết kế và tính hiệu quả của các thỏa ước chia sẻ rủi ro (cả rủi ro rõ ràng lẫn ẩn ngấm, cũng như các khế ước công khai và ẩn ngấm mà quản trị cùng rủi ro đó) là một khía cạnh quan trọng mà tác động đến hiệu quả của một hệ thống kinh tế và tài chính. Đóng vai trò cốt yếu trong việc này là vai trò của thông tin bất cân xứng giữa các thực thể có liên quan đến quá trình ra quyết định tài chính. Hộp 1.2 tóm tắt một số khái niệm và định nghĩa quan trọng có liên quan trong kinh tế học về thông tin.

#### Hộp 1.2: Kinh tế học về Thông tin: Khái niệm và Định nghĩa

*Chọn lựa bất lợi* (adverse selection - AS): xuất hiện *tiền nghiệm* trong sự tương tác giữa các bên dẫn đến quyết định cho vay, ký khế ước hay sự kiện khác, được dựa trên thông tin sẵn có vào thời điểm của sự kiện.

*Mức chắc chắn tương đương* (certainty equivalent): được dựa trên giá trị của một triển vọng chắc chắn khi đã biết phân bố xác suất của các tình trạng và kết quả thưởng phạt. Nếu giá trị kỳ vọng của một biến số ngẫu nhiên  $X$  được cho bởi

$$E(X) = C, \text{ thì } C \text{ được xem như là khoản chắc chắn tương đương của } X.$$

*Giá trị kỳ vọng*: là tổng kết quả các tích số của số lượng với xác suất xảy ra tương ứng của số lượng đó.

*Rủi ro đạo đức* (moral hazard - MH): phát sinh *hậu nghiệm*, sau quyết định cho vay, ký khế ước hay sự kiện khác, xuất hiện giữa các bên tương tác dựa trên thông tin sẵn có cho đến thời điểm của sự kiện đó.

*Cân bằng Nash* (Nash equilibrium - NE): là một tình huống trong một trò chơi với các bên tham gia, mà ở đó mỗi người tham gia chọn lựa một hành động dẫn tới kết quả tốt nhất ứng với những chiến lược của các người chơi khác.

*Sự phân tán của giá cả*: sự phổ biến đồng thời của nhiều giá cả thay đổi (hơn là một mức giá cân bằng thị trường duy nhất tại một thời điểm cho trước trong một khu vực nhỏ) đối với một hàng hóa hay dịch vụ cụ thể có chất lượng có thể so sánh được, ngay cả khi thị trường đang trong trạng thái cân bằng theo nghĩa cung cầu bằng nhau.

*Rủi ro*: trong vấn đề ra quyết định, nếu biết xác suất xảy ra của các sự kiện đáng tin cậy



thì điều này được gọi là quyết định dựa trên rủi ro (risk). Nếu xác suất tương ứng chưa được biết, thì đây là một quá trình ra quyết định dựa vào sự bất định (uncertainty).<sup>1</sup> Lý thuyết danh mục đầu tư có liên quan đến việc ra quyết định tài chính trong tình trạng rủi ro và/hoặc bất ổn.

*Khoản thưởng cho rủi ro:* là chênh lệch giữa giá trị kỳ vọng của khoản thưởng phạt của một hành động hay hoạt động cho trước hay và khoản tương đương chắc chắn tương ứng của hoạt động đó.

Vai trò của rủi ro đạo đức (MH) và chọn lựa bất lợi (AS) trở nên thích hợp trong các thị trường tín dụng bất cứ khi nào có ít nhất 3 đặc trưng có liên quan đến thị trường tài chính: a) Thông tin bất cân xứng (AI); b) xác suất mặc định dương; và c) chi phí thực hiện nghĩa vụ trả nợ (hay các điều khoản khế ước nói chung) là rất cao. Vai trò của thông tin bất cân xứng là rằng nó tạo ra sự không đầy đủ của khế ước bởi vì chi phí giao dịch cao là không thể tránh khỏi khi có sự hiện diện của thông tin bất cân xứng. Ngoài ra, sự hiện hữu của thông tin cá nhân tạo ra chủ nghĩa cơ hội tiền khế ước và vì vậy tạo ra thông tin bất cân xứng (AI). Mặt khác, thông tin che giấu không quan sát được và/hoặc các hành động không xác minh được dẫn đến chủ nghĩa cơ hội hậu khế ước và vì thế dẫn đến rủi ro đạo đức (MH).

Trong bối cảnh của thông tin bất cân xứng, thể chế tài chính nổi lên như là một cơ chế để giảm thiểu thông tin bất cân xứng và chi phí giao dịch. Tuy nhiên, thể chế tài chính vẫn phải đối phó với các vấn đề chọn lựa bất lợi (AS), rủi ro đạo đức (MH) và chi phí ủy quyền – tác nghiệp. Việc vận hành cũng như những đặc điểm hiệu quả của các thị trường tài chính (bao gồm thể chế tài chính và các thể chế thương mại) bị ảnh hưởng các đặc trưng sau:

Thông tin bất cân xứng, rủi ro đạo đức, sự không đầy đủ của khế ước và của thị trường (đặc biệt đối với quyền đòi thanh toán tiềm tàng (contingent claim) hay các thị trường có liên quan), và đặc điểm mang tính hành vi của các tác nhân kinh tế (hay thực thể kinh tế) ví dụ như “hành vi bầy đàn (herd behavior – HB).

Hành vi bầy đàn (HB) được định nghĩa là dòng chảy qui mô lớn các hoạt động/giao dịch theo cùng một hướng giống hướng của một số rất ít các hoạt động/giao dịch có trước. Ví dụ, nếu một vài nhà buôn bắt đầu bán một loại cổ phiếu nào đó thậm chí với một giá rất thấp thì nhiều người khác trong hành vi bầy đàn cũng thực hiện giống vậy, vì vậy thực tế đã thay thế sự đánh giá hợp lý của chính họ xét theo thực thể trước đó có liên quan đến các giao dịch đang nói đến. Được tạo ra từ sự phổ biến của thông tin bất cân xứng, hành vi bầy đàn tạo sức ép gây ra khủng hoảng tài chính mỗi khi các hệ thống tài chính chưa hoàn toàn phát triển và vững mạnh với sức mạnh của tính thanh khoản. Hành vi bầy đàn thường có tính chu kỳ và thường được thực hiện với rất ít sự báo động trước của các thực thể kinh tế tham gia. Những ngạc nhiên trong mối quan hệ nhân quả (đặc trưng bởi những sự phi tuyến tính và không liên tục của các hàm toán học ứng dụng), và các cú sốc tài chính phần nào là những sự kiện phổ biến trong các tình huống có thông tin bất cân xứng. Những nhân tố này đã tạo ra các mối quan hệ hành vi cụ thể sau mà tác động đến các hệ thống tài chính (xem Rodrik, 1999):

- a) Thông tin bất cân xứng tạo ra rủi ro đạo đức, lựa chọn bất lợi và cho vay quá mức đối với các dự án rủi ro;
- b) Nợ ngắn hạn tạo ra các “khoảng tối” không cân xứng đối với các tài sản dài hạn và giá trị của chúng;

<sup>1</sup> Dựa theo phân biệt của Knight về rủi ro và sự bất định (ghi chú của người hiệu đính.)

c) Thể chế tài chính trở nên yếu ớt đối với các cuộc tấn công đáng sợ hay các cú sốc thị trường; và

d) Thông tin bất cân xứng làm trầm trọng thêm tính bất ổn của thị trường và hành vi bầy đàn

Vai trò của thông tin bất cân xứng là hết sức quan trọng trong việc hạn chế sự thực hiện tiềm năng phúc lợi tối đa trong tình huống liên quan đến nhiều hơn một thực thể kinh tế, như được giải thích dưới đây.

### **Tối đa hóa Phúc lợi**

Nếu chúng ta đặt ra một câu hỏi phân tích như liệu có khả năng tối đa hóa phúc lợi chung của cả chủ nợ lẫn con nợ có liên quan đến các giao dịch vay và trả nợ khác nhau trong điều kiện thông tin bất cân xứng hay không thì câu trả lời là không. Mệnh đề dưới đây được thiết lập theo phép phân tích; xem Hộp 1.3 để biết chi tiết. Ý nghĩa chính sách của những khẳng định tiêu cực này bao gồm sự yêu cầu về các hành động sau:

a) Giảm sự bất cân xứng về thông tin giữa các bên, và

b) Giảm sự khác nhau trong năng lực xử lý thông tin giữa các thực thể khác nhau có đóng góp vào thỏa ước hay khế ước.

Những ý nghĩa này gợi ý vai trò của việc quản lý thông tin và dữ liệu được cải thiện, việc xây dựng năng lực (ở mọi nơi cần thiết), và vai trò phối hợp lớn hơn cũng như tính minh bạch của các thể chế tài chính có liên quan trong việc cho vay và đi vay.

### **Mệnh đề 1.1**

Các giải pháp tối đa hóa phúc lợi xã hội liên thời gian không hiện hữu trong các thị trường tín dụng quốc tế; sự bất cân xứng thông tin làm trầm trọng thêm sự chệch hướng tiềm tàng xa khỏi những ưu tiên của chủ nợ và người đi vay.

Các kết quả chính xác tương tự về tính bất khả thi của sự tối đa hóa thỏa dụng chung trong các cơ chế thể chế phi tập trung trong bối cảnh nhiều giai đoạn được xuất phát từ nghiên cứu của Hurwics và Mazumdar (1988) về các cơ chế phân bổ nguồn lực

Tương tự như vậy, kết quả của Laffont (1985), được dựa trên Cân bằng Kỳ vọng Hợp lý (REE) cũng dẫn đến kết luận không hiện hữu nếu các sự kiện và giá trị xác suất (kỳ vọng) của chúng không được chia xẻ một cách trung thực giữa các bên thương lượng (chủ nợ và người đi vay), nghĩa là không có bất cứ sự bóp méo mang tính chiến lược này. Ở đây REE được định nghĩa như là điều kiện cân bằng tạo ra từ cái gọi là những kỳ vọng hợp lý mà tối đa hóa thỏa dụng kỳ vọng cho mỗi thực thể kinh tế tham gia trong một phạm vi thời gian có liên quan.

Phần sau đây xây dựng dựa vào các khái niệm đã được đề cập cho đến nay trong chương này, và làm sáng tỏ chức năng của các dòng chảy vốn và hiện tượng định mức tính dụng cũng như là những ý nghĩa của nó.

### **Hộp 1.3: Nhiệm vụ Bất khả thi: Tối đa hóa Phúc lợi Xã hội**

Lý thuyết độ thỏa dụng kỳ vọng chứng tỏ rằng sở thích (preferences) của mỗi người có thể được đại diện bằng một hàm số định nghĩa bởi một phạm vi các chọn lựa. Những hàm thỏa dụng này có tính kỳ vọng: nếu một chọn lựa có kết quả bất định thì độ thỏa dụng của nó là kỳ vọng của độ thỏa dụng của các kết quả khả dĩ khác. Các sở thích được xem là “nhất quán” nếu chúng thỏa mãn các tiên đề của lý thuyết độ thỏa dụng kỳ

vọng để cho các sở thích có thể được biểu diễn bởi một hàm thỏa dụng mang tính kỳ vọng. Các ưu tiên xã hội theo kiểu (có dạng) Pareto có thể được đại diện bởi một hàm thỏa dụng  $U$ , như là một hàm số của các hàm thỏa dụng cá nhân,

$$U(A) = W(U_1(A), \dots, U_n(A)) \forall A,$$

Trong đó  $\partial W/\partial U_i$  đồng biến với  $U_i$  ( $i = 1, \dots, h$ )

Như là một qui tắc chung, chúng ta không có lý do để kỳ vọng về những sở thích của các tác nhân kinh tế khác nhau đồng ý với nhau về các xác suất của những sự kiện ngẫu nhiên. Định lý Thỏa ước Xác suất dưới đây (Probabilty Agreement Theorem) nói rằng nếu các cá nhân (bao gồm cả “người ủy quyền” và “người tác nghiệp” trong thị trường tín dụng) không đồng ý về các xác suất thì không có những sở thích xã hội nhất quán theo kiểu Pareto và khi những sở thích này thực sự hiện hữu thì tất cả họ phải đồng ý về các xác suất và họ phải là những người theo thuyết vị lợi (nghĩa là, hàm sở thích xã hội là sự tổng số học của các hàm thỏa dụng kỳ vọng các nhân)

*Định lý Thỏa ước Xác suất (Broome, 1990, trang 479):*

Giả định rằng sở thích của mỗi người là nhất quán. Khi ấy, nếu các sở thích xã hội là nhất quán và có dạng Pareto, thì tất cả các sở thích cá nhân và xã hội phải đồng ý về các xác suất xảy ra đối với mọi sự kiện.

Nếu chúng ta xem xét một hàm phúc lợi xã hội chủ yếu bao gồm các thừa số là các độ thỏa dụng của người cho vay, người đi vay và chủ nợ chính thức là ngân hàng thương mại thì vai trò của các kỳ vọng thay đổi của chúng về thị trường tín dụng có xu hướng ám chỉ rằng một hàm phúc lợi xã hội không thể hiện hữu. Nói cách khác, nếu tất cả người chơi trong thị trường tín dụng chia sẻ thông tin giống nhau và đánh giá khả năng xảy ra của các sự kiện (và kết quả của chúng) một cách riêng biệt hay chung và cùng đồng ý về một sự kiện, một xác suất của việc đạt được các giao dịch tín dụng tối ưu nhằm tối đa hóa phúc lợi chung có hiện hữu.

#### 1.4 Thị trường Tín dụng và Định mức Tín dụng

Tài trợ cho kinh tế phát triển đã trở nên khả thi khi có một sự di chuyển vốn lớn hơn cũng như việc sử dụng nguồn lực hữu hiệu hơn góp phần đẩy nhanh phát triển kinh tế. Những hạn chế liên quan đến sự sẵn có và khả năng tiếp cận đến tín dụng tạo ra các cản ngại trong việc sử dụng vốn tối ưu cho việc nâng cao tăng trưởng và phát triển kinh tế ở cấp độ quốc gia tiếp nhận tiềm năng. Tiềm năng của sự di chuyển vốn hoàn hảo và sự toàn cầu hóa hoàn toàn vẫn còn gây trở ngại cho vai trò của chi phí giao dịch có liên quan trong việc thực hiện các giao dịch khác nhau. Đây là một trong những nhân tố quan trọng nhất đối với hiện tượng của các mức lãi suất khác biệt (danh nghĩa và thực) ngay cả trong cân bằng (ngắn hạn cũng như dài hạn). Đây là một hiện tượng của sự phân tán giá cả trong các thị trường tín dụng.

Lý thuyết thị trường tài chính không đầy đủ bắt đầu từ Arrow (1964) không hoàn toàn nhận ra vai trò của chi phí giao dịch trong sự không hiện hữu của các thị trường đầy đủ. Trong khi việc chỉ rõ sự không hiệu quả của thị trường mà thất bại trong việc cung ứng cho mọi bất trắc có thể xảy ra, những nghiên cứu này giả định rằng thông tin và việc thực hiện kế hoạch là không tốn chi phí. Sau khi chúng ta quan tâm đến chi phí của việc tạo ra quyền đòi thanh toán tiềm tàng phụ thuộc trạng thái (state-contingent claim) như vậy, chi phí thị trường là quan trọng và kết quả ròng của việc gánh chịu những chi phí này có thể hay không thể luôn luôn tạo ra hiệu quả Pareto.

## Định mức Tín dụng

Giá cân bằng thị trường của vốn (dựa trên sự cân bằng của cung và cầu vốn) không hiện hữu trong các thị trường tín dụng. Điều này là bởi vì việc tài trợ tín dụng không phải là một cuộc đấu giá trong một bối cảnh cạnh tranh, và không xuất hiện tại một sự kiện hay thời điểm tức thời cho việc quyết định những cái chung giữa các nhân tố cung và cầu. Khái niệm cân bằng thị trường Walras đơn giản là không áp dụng được trong bối cảnh mà ở đó chúng ta phải xử lý tính liên tục của các yếu tố kinh tế được định nghĩa theo thời gian và thông tin không đầy đủ có liên quan đến các trạng thái trong tương lai.

Có khá nhiều lý thuyết kể từ thập niên 1970 nói về chủ đề định mức tín dụng. Theo truyền thống, định mức tín dụng được giả định là xảy ra khi người cho vay cung cấp các khoản cho vay nhỏ hơn so với những khoản vay mà người đi vay yêu cầu ngay cả khi người cho vay quyết định mức lãi suất áp dụng (Jaffee và Russell, 1976). Ngay cả với khái niệm nghiêm ngặt của định mức tín dụng, thì cũng không hợp lý khi kết luận (như Jaffee và Russell 1976 đã làm) rằng sự độc quyền hoàn toàn của người cho vay hàm ý rằng không có định mức tín dụng vì các lý do sau đây. Ngay cả một người cho vay có quyền lực độc quyền hoàn toàn, người mà có thể khai thác các mức cho vay nặng lãi hay tạm thời lợi dụng sự nghiêm ngặt của nhu cầu vốn ở các cấp độ của người đi vay cũng sẽ không thể duy trì một khối lượng lớn các thị trường như thế, các mức lãi suất cao và giá trị của chúng trong một giai đoạn dài. Các vấn đề thực thi cũng vẫn quá tốn kém. Tính hữu hạn của các nguồn vốn hay sự khan hiếm tương đối của chúng tạo nên một minh chứng thuyết phục cho sự hiện hữu của hiện tượng định mức tín dụng. Trong các bối cảnh thị trường tín dụng, vai trò của rủi ro dẫn đến việc áp đặt các định mức tín dụng liên quan đến các loại người đi vay cụ thể.

Lãi suất của người cho vay được nâng lên có lẽ không tự động dẫn đến sự cải thiện về lợi nhuận cho người cho vay bởi vì tính nội sinh của việc trả nợ vay là một hàm số của lãi suất cao. Những lãi suất này có thể dẫn đến sự chọn lựa người đi vay với các hành vi chấp nhận rủi ro cao hơn và các vấn đề thực hiện việc trả nợ vay bị làm trầm trọng thêm. Những sự gia tăng trong lãi suất cho vay có thể tạo ra sự gia tăng đáng kể rủi ro của việc trả nợ vay và các khoản vay xấu bởi một hay nhiều nhân tố sau đây:

- Chọn lựa bất lợi của người xin vay với tương đối ít sự cam kết đối với việc trả nợ vay ngay cả khi họ đồng ý bằng các cam kết rõ ràng;
- Thiên hướng rủi ro quá mức của họ trong việc thực hiện quyết định tài chính; và
- Sự kém hiệu quả tài chính hậu nghiệm sau việc vay mượn.

Nếu xét đến việc mô hình hóa kinh tế chính thức thì các mô hình phân tích ban đầu về định mức tín dụng với thông tin không hoàn hảo và sự bất định được Jaffee và Russell đề xuất đầu tiên (1976). Tuy nhiên, những mô hình này phản ánh các đặc trưng có liên quan khác nhau theo một cách thức đơn giản hóa (và phải thừa nhận là các thị trường cho vay thực tế rất khác với những thị trường được xem xét trong nghiên cứu của hai tác giả này). Trong một bài nghiên cứu sau này, Stiglitz và Weiss (1981) đã cơ cấu các mô hình mà họ cho là tối ưu đối với người cho vay trong việc định mức tín dụng do các vấn đề của thông tin không hoàn hảo giữa người cho vay và người đi vay. Trong số các đặc trưng có liên quan của thị trường cho vay mà đã được khảo sát trong mô hình của họ bao gồm: sự nội sinh của tính rủi ro của việc trả nợ vay so với lãi suất, và vai trò của chi phí thực thi.

Trong số những đặc trưng quan trọng của việc mô hình hóa cân bằng chính thức về thị trường tín dụng là các đặc trưng sau:

- a) Các tác động khuyến khích/không khuyến khích của lãi suất và chi phí giao dịch trong việc kiếm được khoản vay;
- b) Chi phí thực hiện của việc thu hồi khoản vay theo các kế ước và cơ chế cho vay khác nhau; và
- c) Các tác động của những hành động trả nợ vay của người đi vay đối với nhu cầu tiêu dùng tối thiểu trong các khoảng thời gian khác nhau với thu nhập thay đổi; đặc trưng này đặc biệt có liên quan đến người đi vay ở cấp độ cá nhân và hộ gia đình (nơi mà các nhu cầu tiêu dùng căn bản gây trở ngại cho việc thi hành các nghĩa vụ trả nợ vay, hay các dòng thu nhập ổn định là không phổ biến đối với hầu hết các hoạt động kinh tế) tại những nước đang phát triển và các thế chế nông thôn tại những nước này.

Các mô hình chính thức đã không tính đến các đặc trưng đã đề cập cho đến nay, và các nghiên cứu theo những hướng này là rất cần thiết. Hộp 1.4 tóm tắt các khía cạnh quan trọng của việc định mức tín dụng cân bằng khi có sự hạn chế này.

#### Hộp 1.4: Định mức Tín dụng Cân bằng

Ý nghĩa trong từ điển của tín dụng cho thấy nó xuất phát từ tiếng Latinh là *creditum*, và hàm ý về vai trò hết sức quan trọng của sự tín nhiệm và/hoặc danh tiếng. Các cam kết được duy trì của người đi vay trong việc trả nợ tại các khoảng thời gian đã đồng ý trước một khoản tiền được xác định trước là một trong những điều kiện tiên quyết của hoạt động thị trường tín dụng và sự bền vững của nó.

Stiglitz và Weiss (1981) quan sát thấy rằng không có lãi suất cân bằng mà tại đó cung và cầu ngang nhau trong thị trường cho vay, ngay cả khi thị trường là cạnh tranh. Họ định nghĩa định mức tín dụng là hiện tượng mà ở đó hoặc a) trong số những người xin vay có vẻ giống nhau thì một số không thể kiếm được khoản vay ở bất cứ mức lãi suất nào; hay b) một số người đi vay tiềm năng có thể xác minh được không kiếm được khoản vay ngay cả khi họ lẽ ra có thể kiếm được với sự cung cấp vốn lớn hơn ở cấp độ người cho vay. Định mức tín dụng là một hiện tượng cân bằng (Stiglitz và Weiss, 1981).

Thị trường cho vay thường không hoàn hảo, và định mức tín dụng đáng kể xảy ra vì nhiều nguyên nhân. Vai trò của thông tin bất cân xứng là gây ra hoặc rủi ro đạo đức hoặc lựa chọn bất lợi hay cả hai cho một số người đi vay. Vai trò của chi phí giao dịch trong các hoạt động giám sát và xử lý thông tin của người cho vay là rằng nó bù trừ lợi ích tiềm năng của các vấn đề do lãi suất cao hơn đem lại của lựa chọn bất lợi trong hầu hết trường hợp nơi mà những nhiệm vụ này được thực thi vượt quá một mức kinh tế.

Việc cho vay dựa vào lãi suất cao hơn tạo ra ảnh hưởng chọn lựa bất lợi cũng như tác động khuyến khích bất lợi ở cấp độ người đi vay, vì vậy tạo ra các vấn đề của việc thu hồi khoản vay cho người đi vay. Có sự hiện hữu của ảnh hưởng chọn lựa bất lợi khi người đi vay ưa thích rủi ro và chấp nhận trả lãi suất cao hơn. Một ảnh hưởng khuyến khích bất lợi trở nên khả thi khi người mua chấp nhận thực hiện hành vi quá mức rủi ro trong quá trình hoạt động của mình do sự tuyệt vọng trong việc đáp ứng các yêu cầu của chi phí vốn cao hơn. Kết quả đối với người đi vay có thể là một sự giảm sút trong lợi nhuận lý vọng do lãi suất cao hơn của việc cho vay vượt quá một mức ngưỡng tín dụng và lãi suất.

Hầu hết các thị trường tín dụng vẫn không hoàn hảo với các đặc trưng bao gồm: a)

thông tin bất cân xứng, b) phân biệt đối xử giá; c) rủi ro đạo đức, và d) chọn lựa bất lợi. Những đặc trưng này tạo ra định mức tín dụng cân bằng; hiện tượng này có lẽ không phải lúc nào cũng chỉ là kết quả của đặc trưng (c) và/hoặc (d) (như được đề xuất trong một phần lý thuyết có liên quan).

Vai trò của định mức tín dụng xứng đáng nhận được sự nghiên cứu cẩn thận nhiều hơn nữa dưới dạng các loại hình thể chế thực tế.

Stiglitz và Weiss (1981) đã thu được các kết quả sau đây:

### **Định lý 1**

Khi lãi suất tăng lên, giá trị ngưỡng mà dưới đó thì những người xin vay tiềm năng không xin vay nữa cũng tăng lên.

### **Định lý 2**

Tiền lãi kỳ vọng của một khoản cho vay của một thể chế cho vay (tiêu biểu là ngân hàng) là một hàm giảm dần của sự rủi ro của khoản cho vay đó.

Kết quả trên không hoàn toàn tính đến chi phí thông tin nói chung và chi phí giao dịch nói riêng. Hầu hết các luận cứ mà Stiglitz và Weiss đề nghị đối với lãi suất (tính theo hiện giá hay lãi suất danh nghĩa của chúng) cần được mở rộng để bao hàm cả tổng chi phí của việc vay mượn trên mỗi đơn vị vốn, và tổng chi phí phải bao gồm cả chi phí giao dịch tương xứng. Chất lượng của khoản vay từ quan điểm của người cho vay bị ảnh hưởng bởi không chỉ lãi suất danh nghĩa như đã được các tác giả thừa nhận mà còn bởi tổng chi phí trực tiếp và gián tiếp có bao gồm cả chi phí giao dịch.

Các mệnh đề sau phản ánh các bối cảnh thực tế mà bao gồm chi phí giao dịch:

### **Mệnh đề 1.2**

Nhu cầu đối với khoản vay là một hàm số của cả lãi suất danh nghĩa và chi phí giao dịch mà bao gồm chi phí giao dịch khoản vay *tiền nghiệm* và *hậu nghiệm*, bao gồm cả chi phí rủi ro mà phát sinh từ việc sử dụng vốn.

### **Mệnh đề 1.3**

Danh tiếng, sự tín nhiệm, khoản ký quỹ và các ngoại tác mạng lưới tích cực - tất cả đều đóng góp vào việc giảm đi chi phí giao dịch và gia tăng nhu cầu tín dụng ở một mức lãi suất cho trước và phạm vi thời gian đã xác định trước cho việc trả nợ vay.

Trong một trong những nghiên cứu sau này tiếp bước công trình nghiên cứu của Stiglitz và Weiss (1981) mà trong đó lãi suất là công cụ chính sách duy nhất cho việc vận hành thị trường hay sự hiệu quả của nó, Besanko và Thakor (1987) đề xuất rằng người cho vay phải cạnh tranh trong một không gian 4 chiều: nhân tố lãi suất, độ lớn khoản vay, yêu cầu ký quỹ, và xác suất của việc cấp tín dụng. Họ giải thích chính sách tài chính dưới hình thức tất cả khế ước tín dụng mà người cho vay đề nghị. Tuy nhiên, những luận cứ này cũng không xem xét đến vai trò của chi phí giao dịch.

Để hoàn tất việc xác định rõ thị trường cho vay, cần thiết phải đặc trưng hóa các đặc điểm của thị trường người đi vay. Khía cạnh này nhận được rất ít sự quan tâm trong lý thuyết. Bất cứ loại thị trường cân bằng nào vẫn không đầy đủ nếu các đặc trưng liên quan của người đi vay mà ảnh

hưởng đến nhu cầu tín dụng không được phản ánh đúng mức trong việc tạo ra các mức cân bằng về cung và cầu khoản cho vay.

Berger và Udell (1992) đã thách thức quan điểm rằng định mức tín dụng cân bằng tạo nên một tiến trình kinh tế quan trọng. Điều này trước hết là do sự hiện hữu của các cơ chế khế ước mà làm giảm bớt một số vấn đề của thông tin bất cân xứng, và những cơ chế này bao gồm vai trò của các khoản ký quỹ cho khoản vay và vai trò của các loại hình cam kết cho vay hay các giao dịch có liên quan trong thị trường cho vay và các thị trường khác.

Một nghiên cứu thực nghiệm tại thị trường Mỹ (dựa trên Điều tra của Cục Dự trữ Liên bang về dữ liệu cho vay của ngân hàng trong giai đoạn 1977-1988) đã dẫn đến các kết luận sau đây (Berger và Udell, 1992):

- a) Lãi suất cho vay thương mại có mối liên hệ chặt chẽ với những thay đổi của lãi suất thị trường mở, qua đó nói lên vai trò của định mức tín dụng cân bằng; nhưng sự chặt chẽ này phát xuất từ các khoản cho vay đối với người đi vay có cam kết (khoảng 50%), những người nhận được khoản vay theo những qui định trong khế ước;
- b) Các khoản cho vay được đảm bảo có lãi suất tương đối thấp hơn một chút so với các khoản cho vay không được đảm bảo;
- c) Số lượng của các khoản cho vay có cam kết mới cũng như các khoản cho vay không cam kết tăng lên theo lãi suất thị trường mở; và
- d) Tỷ lệ cam kết của các khoản cho vay mới không tăng lên theo lãi suất thực của thị trường mở.

Hai đặc trưng sau đặc biệt không nhất quán với hiện tượng định mức tín dụng. Các phân tích thực nghiệm về hiện tượng định mức tín dụng gợi ý rằng một sự định mức như vậy có thể không tạo nên một phân khúc lớn của đặc trưng thị trường tín dụng, và đóng một vai trò kém quan trọng hơn nhiều so với vai trò được dự báo lúc đầu trong các mô hình lý thuyết đơn giản hóa về thị trường tín dụng. Chúng ta có thể nói điều gì về giá trị của các kết quả tương tự đối với các nước kém phát triển hơn? Sự khan hiếm dữ liệu dường như cản trở việc tiến hành các nghiên cứu so sánh nhưng các nghiên cứu đã được thực hiện dường như gợi ý về vai trò quan trọng của việc cho vay phi chính thức và giảm sự phân khúc thị trường của việc tài trợ tín dụng tại nhiều khu vực.

Liên quan đến khế ước cho vay và các đặc trưng linh động của nó, việc đưa vào các điều khoản tái thương lượng về các thỏa ước cho vay sau một khoản thời gian nhất định là rất có ý nghĩa. Điều này bởi vì các khế ước cho vay qui định rõ tất cả các tình trạng hay sự kiện khả dĩ xảy ra. Một trong các cuộc điều tra lý thuyết đề xuất rằng việc tự chọn lựa các khoản phạt do việc thay đổi kế hoạch trả nợ vay có thể khiến cho người đi vay bộc lộ nhiều thông tin hơn và vì vậy đóng góp vào sự giảm thiểu thông tin bất cân xứng. Việc đảm bảo các khuyến khích tối ưu đối với việc tuân thủ khế ước dường như làm giảm nhẹ các vấn đề về rủi ro đạo đức và chọn lựa bất lợi trong một số trường hợp; xem Zou (1992) để biết về việc xử lý phân tích vấn đề này. Để biết thêm chi tiết về các khía cạnh phân tích và ứng dụng của các khế ước cho vay/nợ hãy xem chương 6.

## 1.5 Quản lý Rủi ro

Quản lý rủi ro là một quá trình mà qua đó các rủi ro khác nhau (cùng với nguồn của chúng) được xác định, đánh giá và kiểm chế (hay kiểm soát). Sự phát triển của thể chế tài chính, khế ước tài chính và việc thi hành chúng nằm trong số những điều kiện tiên quyết cho việc giảm thiểu chi

phí giao dịch và quản lý các rủi ro. Sự phát triển thể chế tài chính nói chung và các chức năng quản lý rủi ro tài chính của các thể chế này nói riêng đã được nhận biết như là công cụ hàng đầu mà tạo ra sự phát triển công nghiệp tại nước Anh trong thế kỷ 18 (Hicks, 1969, trang 143-145). Nhiều nghiên cứu gần đây tại nhiều nước cũng ủng hộ quan điểm này; các chi tiết liên quan được trình bày trong chương 2. Phần này cung cấp một số các yếu tố nổi bật quan trọng của các phương pháp quản lý rủi ro tài chính. Sự thích hợp của những phương pháp này không chỉ bị bó hẹp trong lĩnh vực tài chính phát triển mà còn liên quan đến tất cả các khía cạnh của quản trị tài chính.

Quản lý rủi ro (có hay không có thông tin bất cân xứng) là vai trò chính yếu của thể chế tài chính. Những rủi ro này bao gồm rủi ro tín dụng và thanh khoản, lãi suất và sự thay đổi tỷ giá hối đoái và sự bất ổn của các sự kiện và các biến động hay cú sốc lớn khác đối với hệ thống kinh tế và tài chính. Các loại hình rủi ro tài chính bao gồm: rủi ro thị trường và/hoặc rủi ro giá cả, rủi ro tín dụng, rủi ro thanh khoản và rủi ro hoạt động. Các rủi ro khác liên quan đến kinh doanh tài chính bao gồm: rủi ro sản phẩm tài chính (hay hiệu quả hoạt động của nó), rủi ro kinh tế vĩ mô, và rủi ro kỹ thuật. Ngoài ra, vai trò của rủi ro hệ thống cần được chú ý. Rủi ro này được định nghĩa như là một rủi ro tài chính với tiềm năng là bất cứ thực thể tài chính nào cũng có thể làm ảnh hưởng xấu đến toàn bộ hệ thống tài chính với hiệu ứng domino và đe dọa đến sự ổn định của hệ thống hay các hệ thống phụ thuộc của nó.

Tuy nhiên, các yếu tố và sự phân loại các nhân tố rủi ro đối với các công cụ tài chính thì khác nhau. Vai trò của rủi ro tín dụng, rủi ro thanh toán và các đặc trưng khác cần được nhận biết trong các công cụ ít truyền thống hơn ví dụ như những công cụ tài chính phái sinh xuất phát từ sự đổi mới một số sản phẩm tài chính. Chúng ta không đi vào chi tiết tất cả các yếu tố này ở đây. Bây giờ chúng ta quay sang một công cụ quan trọng của việc phân tích rủi ro tài chính được trình bày dưới đây.

### Giá trị-chịu-rủi ro (value-at-risk, VAR)

VAR là một khái niệm cho phép đo lường các rủi ro của thị trường tài chính. Khái niệm này được phát triển trong thập niên 1990 và kể từ đó ngày càng được áp dụng phổ biến hơn. VAR đang được sử dụng cho việc kiểm soát và quản lý rủi ro tài chính và rủi ro hoạt động. Để biết sự giải thích và ứng dụng chi tiết của các khái niệm và phương pháp xung quanh VAR, hãy xem Jorion (2001).

Dưới hình thức tổng quát nhất thì việc lý giải VAR như là một cách đo lường rủi ro được trình bày dưới phân bố xác suất giá trị tương lai của danh mục đầu tư  $f(w)$ .

Ở một mức tin cậy được chọn  $c$ , chúng ta cần đánh giá kết cục khả dĩ xấu nhất của giá trị danh mục đầu tư  $w^*$  để nó đúng bằng  $c$  với xác suất tích lũy:

$$\int_{w^*}^{\infty} f(w)dw$$

Theo phương pháp này thì xác suất của một giá trị thấp hơn  $w^*$  là:

$$1 - c = \int_{w^*}^{\infty} f(w)dw = P(w \leq w^*) = p$$

Số hạng  $w^*$  được gọi là mức phần trăm (quantile) của phân phối.  $w^*$  cũng chính là giá trị ngưỡng mà với xác suất định trước ( $c$ ) giá trị thực tế sẽ cao hơn giá trị ngưỡng này.



Xét theo chức năng thì VAR thể hiện mức thiệt hại tối đa kỳ vọng trong một khoảng thời gian mục tiêu đối với một mức hay khoảng tin cậy định trước. Các bước chính liên quan đến việc đánh giá VAR là:

- Xác định các nhân tố rủi ro liên quan;
- Định giá danh mục đầu tư hiện hành;
- Đo lường sự biến thiên của các nhân tố rủi ro;
- Thiết lập phạm vi thời gian liên quan cho việc đánh giá;
- Thiết lập mức tin cậy; và
- Đánh giá thiệt hại tối đa hay VAR

Bốn thuộc tính mong muốn của các chỉ số đo lường rủi ro đã được Artzner và các đồng tác giả (1999) đề xuất. Một đo lường rủi ro có thể được xem như một hàm số của sự phân phối giá trị danh mục đầu tư  $V$ , ký hiệu là  $P(V)$ . Các thuộc tính cần thiết là:

- a) Tính đơn điệu (monotonicity): nếu một danh mục đầu tư có lãi suất thấp hơn một cách có hệ thống so với một danh mục khác tại mọi nơi trên thế giới thì rủi ro của danh mục đó phải lớn hơn

$$P(V_1) \geq P(V_2) \text{ nếu } V_1 \leq V_2$$

- b) Tính bất biến tịnh tiến (translation invariance): thêm một lượng tiền mặt  $k$  vào một danh mục đầu tư sẽ làm giảm rủi ro của danh mục này một lượng  $k$ .

$$P(V + k) = P(V) - k$$

- c) Tính thuần nhất (homogeneity): gia tăng độ lớn một danh mục đầu tư bằng nhân tố  $d$  hàm ý rằng tăng rủi ro của danh mục đó cũng bằng cùng một nhân tố

$$P(dV) = dP(V)$$

- d) Tính cộng bộ phận (sub-additivity): việc kết hợp các danh mục đầu tư lại không thể làm tăng rủi ro

$$P(V_1 + V_2) \leq P(V_1) + P(V_2)$$

VAR đã không thỏa mãn thuộc tính tính cộng bộ phận (Artzner và các đồng tác giả, 1999). Tuy nhiên, với giả định rằng lợi tức tuân theo thuộc tính phân phối chuẩn thì VAR sử dụng độ lệch chuẩn cũng tuân thủ thuộc tính này.

### Mô hình Định giá Tài sản Vốn

Phần lớn các lý thuyết tài chính hiện đại dựa vào vai trò của Mô hình Định giá Tài sản Vốn (Capital Asset Pricing Model - CAPM). Mô hình này định nghĩa mối quan hệ giữa rủi ro và lợi tức của tài sản tài chính theo một tập hợp các giả định. Mô hình này liên hệ rủi ro và độ nhạy tương ứng liên quan đến “danh mục đầu tư thị trường”. Nếu danh mục đầu tư thị trường đó không đại diện cho tất cả trạng thái của thị trường thì bất cứ phân tích nào phụ thuộc vào đó vẫn là không đầy đủ. Việc thiếu vắng sự hội nhập đầy đủ vào thị trường toàn cầu trong bất cứ bối cảnh cụ thể nào của thị trường vốn thường là một yếu điểm chính của phương pháp này. Tuy vậy, cho đến nay mô hình này vẫn còn được sử dụng nhiều trong khi chờ đợi các mô hình khác tốt hơn.

Mô hình CAPM phát biểu rằng suất sinh lợi cần thiết (ROR) đối với một dự án nên là tổng của các mức lãi suất không có rủi ro  $r_f$  và khoản bù rủi ro thị trường  $r_m - r_f$  nhân với rủi ro hệ thống của dự án  $\beta$  và được trình bày bằng công thức sau:

$$r = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Mô hình trên đã được phát triển nhiều trong lý thuyết quản lý tài chính và các ứng dụng của nó. Ở đây chúng ta không đề xuất việc cung cấp thêm các thông tin chi tiết. Chỉ cần nói rằng các công cụ quản lý rủi ro hiện đại cũng có thể được và nên được áp dụng ngày càng nhiều tại các nước đang phát triển. Điều này trở nên khả thi với các thị trường vốn và hệ thống thông tin tài chính được phát triển, ngoài những cải thiện thường xuyên dựa vào thực tế (hơn là dựa vào các tiêu chuẩn áp chế tài chính).

Các vấn đề rộng hơn của khủng hoảng tài chính và việc quản lý chúng được tóm tắt dưới đây.

### Khủng hoảng tài chính

Một cuộc khủng hoảng tài chính trong bối cảnh của một nền kinh tế bị hạn chế về vốn được định nghĩa như là một dòng chảy vốn rò rỉ ra bên ngoài một cách từ từ nhưng đáng kể hay một cách đột ngột được thực hiện bởi các trung gian tài chính và cá nhân ngay cả khi chỉ có một sự thay đổi nhỏ xảy ra trong các nhân tố kinh tế.

Hai loại giải thích chính có liên quan trong việc giải thích và/hoặc dự đoán khủng hoảng tài chính (xem Chan-Lau và Chen, 2002, để biết về mô hình toán của khủng hoảng tài chính). Hai loại này là:

1. Các yếu tố dựa vào nền tảng kinh tế:

Các yếu tố này giải thích khủng hoảng như là kết quả của những thay đổi trong các nhân tố kinh tế mà quản trị hệ thống kinh tế và tài chính; và

2. Các yếu tố dựa vào kỳ vọng hành vi:

a) Những yếu tố này giải thích khủng hoảng như là kết quả của những kỳ vọng của các nhà thực hiện quyết định kinh tế và đôi khi là các hành động dự báo nhằm hoàn tất ước muốn của họ (bao gồm cả việc rút tiền ra khỏi ngân hàng làm đầy nhanh khủng hoảng); và

b) Những yếu tố này bao gồm các nhân tố rủi ro đạo đức mà tạo ra khủng hoảng dựa vào sự bất cân xứng về thông tin trong việc cho vay và đảm bảo tài chính hay các hành động khác.

Thường thì khủng hoảng tài chính và ngân hàng hoạt động theo một cách thức làm trầm trọng lẫn nhau khi một trong hai cuộc khủng hoảng này vượt quá một giới hạn ngưỡng quan trọng nào đó. Những giới hạn này phụ thuộc vào các hệ thống cụ thể và những tính chất phục hồi của các hệ thống đó. Thường có 4 cấu phần của khủng hoảng cùng tồn tại: khủng hoảng ngân hàng, khủng hoảng tiền tệ, mất khả năng tiếp cận đến nguồn tài chính bên ngoài, và uy tín tài chính (credit rating) bị hạ thấp. Hai cấu phần sau cùng có tương quan chặt chẽ với nhau cũng như hai cấu phần đầu tiên. Tuy nhiên, tất cả các cấu phần này có khuynh hướng đồng tồn tại với các ảnh hưởng mạnh gấp nhiều lần dẫn đến sự khủng hoảng chung; mỗi đặc trưng làm trầm trọng thêm một cuộc khủng hoảng tiềm năng bất cứ khi nào mà một ngưỡng quan trọng bị vượt qua.

Phần tiếp theo tóm tắt các đặc trưng và định tố quan trọng của việc chuyển nguồn lực vốn cho các nước đang phát triển.

## 1.6 Các Dòng Vốn Nội địa và Quốc tế

Vai trò của chi phí giao dịch vẫn còn quan trọng trong việc huy động và sử dụng hiệu quả các nguồn lực tài chính bao gồm cả các dòng vốn quốc tế. Phần này tóm lược vai trò và những hạn chế của đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) như là một nguồn tài chính phát triển, và mô tả các đặc trưng lớn của việc phát triển thị trường tín dụng và khả năng tiếp cận đến nguồn vốn quốc tế của một nước.

### Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)

Nói chung, FDI nổi lên như là một thứ phẩm của sự cân bằng nhu cầu về việc cung cấp vốn đầu tư trên toàn cầu. Một quốc gia có thể nghĩ ra các chính sách thu hút FDI và vẫn chậm chân bởi vì tính hấp dẫn tương đối của các chính sách khác mà một số quốc gia đang cạnh tranh hay quốc gia khác áp dụng là cao hơn. Thường thì các ảnh hưởng của sự ưu đãi thuế hay một số chính sách khuyến khích khác là không đủ để tạo ra một dòng vốn FDI vào thuận lợi. Cạnh tranh thu hút FDI cũng không phải là một trò chơi điển hình của việc cạnh tranh thuần túy, càng không phải là một cuộc chạy đua dưới một hình thức nào đó mà tạo ra các dòng vốn vào có thể dự đoán được dưới dạng FDI. Động cơ thúc đẩy và những xem xét về FDI tại một nước hay một dự án cụ thể bao gồm vai trò của các nhân tố thị trường và phi thị trường. Các nhân tố phi thị trường bao gồm vai trò của cơ sở hạ tầng hiện hữu, chi phí giao dịch, và tiếng tăm của các thể chế bao gồm các đặc trưng mà quản trị việc thi hành các khế ước khác nhau.

Một trong những tính chất được cho là phổ biến của FDI là rằng nó ít thiên về sự đảo ngược hay dễ thay đổi của vốn mà thường đi kèm với các dòng vốn hay các dòng di chuyển danh mục đầu tư ngắn hạn. Do đó, FDI được xem là một hình thức đầu tư an toàn hơn. Tuy nhiên, Fernandez-Arias và Hausmann (2001) đã điều tra một số dữ liệu thực nghiệm và quan sát thấy rằng các hệ số thay đổi trong nội bộ các hoạt động FDI không khác biệt nhiều với các hệ số thay đổi của tổng các dòng vốn ròng tại châu Mỹ Latinh. Sự không ổn định của FDI đã tăng lên trong thập niên 1990. Nhìn chung, đối với các nước đang phát triển thì việc bộc lộ các khoản nợ tài chính không phải là FDI làm tăng xác suất của khủng hoảng tiền tệ - trong khi các ảnh hưởng FDI đến nền kinh tế các nước này hoặc là không ảnh hưởng hoặc làm giảm độ lớn của khủng hoảng. Vì vậy, hoàn toàn khả dĩ rằng FDI là một công cụ hấp thu khủng hoảng kinh tế ở một mức độ nào đó và là một đặc trưng thêm vào việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế tại nước tiếp nhận đầu tư.

Việc lưu ý xu hướng gần đây rằng lượng FDI ròng đã giảm từ cao điểm vào năm 1999 ở mức 179 tỷ USD xuống chỉ còn 143 tỷ USD vào năm 2002 là rất thú vị. Thế giới đang phát triển đã trở thành các nước xuất khẩu vốn ròng: trong năm 2002 các nước đang phát triển trả thêm 9 tỷ USD cho các khoản nợ cũ so với khoản mà họ nhận được từ các khoản vay mới; hiện tượng tương tự cũng được quan sát thấy trong các danh mục đầu tư của Ngân hàng Thế giới. Ngoài ra, những sự đảo ngược dòng vốn đã xảy ra khi các dòng tài chính dưới dạng viện trợ phát triển chính thức (ODA) đến các nước đang phát triển giảm sút, vì vậy càng làm trầm trọng thêm các vấn đề tiềm tàng trong việc xóa đói giảm nghèo và phát triển kinh tế; "...thế giới đang phát triển đã trở thành các nước xuất khẩu vốn ròng đến thế giới phát triển." (Ngân hàng Thế giới, 2003, trang 1). Hiện tượng sau cùng này rất khó duy trì và có một nhu cầu cho cả các nước phát triển lẫn các nước đang phát triển trong việc thiết kế các chiến lược nhằm thúc đẩy các dòng vốn bền vững và mở rộng nền kinh tế toàn cầu.

FDI ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế theo những cách thức khác nhau được so sánh với độ lớn có thể so sánh được của đầu tư nội địa. Sử dụng số liệu dòng FDI đến 69 nước đang phát triển trong giai đoạn 1970-1989, Borenstein và các đồng tác giả (1998) quan sát thấy rằng FDI là một

phương tiện quan trọng cho việc phổ biến công nghệ và quản lý công nghiệp. Họ lưu ý rằng hệ mà mức vốn nhân lực (mà ảnh hưởng mạnh đến năng lực đồng hóa nguồn lực) tại nước tiếp nhận không qua thấp (dưới một mức ngưỡng) thì vai trò của FDI có tác động như một số nhân kinh tế tích cực. FDI vẫn là một nguồn tài chính phát triển quan trọng mặc dù có một số hạn chế của nó trong việc giải quyết trực tiếp một số vấn đề của phát triển kinh tế ví dụ như giảm nghèo.

### **Các nước đang Phát triển và Thị trường Tín dụng**

Các thị trường tín dụng không hoàn hảo rất điển hình đang hoạt động tại các nước đang phát triển, theo cách khác được xem như các thị trường tín dụng chưa phát triển hoàn hảo trong những trường hợp này, tạo ra chi phí giao dịch cao và vì vậy làm hạn chế tăng trưởng kinh tế tại các nước này. Vai trò lớn hơn của các tổ chức chính phủ trong những tình huống như vậy là hết sức quan trọng đối với việc phát triển hệ thống tài chính và nâng cao hiệu suất của các hệ thống này. Các thể chế tín dụng không ổn định, phi chính thức, tụt tụt và yếu kém là đặc trưng cho nhiều hệ thống nước đang phát triển, và các thể chế tài chính của chính phủ thường nuôi dưỡng cho tầng lớp giàu có và có quyền lực, ngay cả khi các chính sách được tuyên bố là chính sách công thường được vạch ra để ưu tiên cho các tầng lớp dân số nghèo hơn.

Hầu hết các nước đang phát triển có những đặc trưng của thị trường tín dụng của cả thể chế tài chính chính thức lẫn phi chính thức (ví dụ những người cho vay tiền cá nhân). Người đi vay có khuynh hướng tạo ra các danh mục khoản vay của chính họ và nhận biết được cả chi phí giao dịch lẫn các đặc trưng thực hiện của việc trả nợ vay. Quá trình trả nợ vay thường chấp thuận ưu tiên cho khu vực phi chính thức do năng lực thực hiện của người cho vay là rất kém. Các thị trường phi chính thức hoạt động trong những thị trường bị phân khúc về mặt không gian và thường là rất yếu và phân biệt đối xử. Một số hoạt động của thị trường phi chính thức là hợp pháp và bổ sung cho vai trò của các thể chế chính thức. Một mảng đáng kể của những thị trường này đang vận hành không hiệu quả tại nhiều nước đang phát triển. Sự tương tác giữa khu vực tài chính chính thức và phi chính thức và các chi tiết khác của việc cho vay phi chính thức được giải thích trong chương 3. Vai trò của chi phí giao dịch, khoản ký quỹ xã hội và các nhân tố liên quan trong các kế hoạch cho vay dựa theo nhóm cũng được trình bày trong chương 3.

Phần lớn người nghèo tài sản tại các nước đang phát triển phụ thuộc vào khu vực phi chính thức mặc dù phải chịu lãi suất cao. Các nông dân và những người giàu có khác tại các vùng nông thôn có khả năng tiếp cận tốt hơn đến các thể chế chính thức và lãi suất thấp hơn. Những nguồn lực này thường được tái thiết cho việc cho vay đối với người nghèo, ngoại trừ trong trường hợp các trung gian tài chính không thuộc cơ cấu tài chính chính thức như thường được hiểu. Trong những năm giữa thập niên 1990, khoảng 80% các khoản vay mượn tại khu vực nông thôn ở Nê-pan là từ các nguồn tài chính phi chính thức, và tại Ni-giê-ria là khoảng 30% (Ngân hàng Thế giới, 2002). Những người cho vay chính thức thường dành sự tín nhiệm và các giao dịch cho vay có đảm bảo cho những người dân tương đối không nghèo. Ngay cả những người dân không nghèo này có thể không tìm kiếm khoản vay từ các thể chế chính thức trong những trường hợp (thường phổ biến hơn tại một số nước) khi mà chi phí giao dịch bao gồm cả các nhân tố tham nhũng và chậm trễ trong giao dịch cho vay thực tế làm tăng chi phí lên đến mức cao hơn các khoản vay với lãi suất cao từ những người cho vay không chính thức (với rất ít sự chậm trễ và các thủ tục quan liêu hay các chi phí giao dịch khác).

Ở cấp độ kinh tế vĩ mô, các nước đang phát triển phải đối mặt với một đường cung nguồn vốn có độ dốc đi lên. Chi phí biên vượt quá chi phí trung bình cho một nước đi vay. Điều này đã được giải thích (Harberger, 1985, trang 236) như là “ngoại tác tiêu cực mà nói chung minh chứng cho một loại thuế đánh lên việc đi vay nước ngoài (nghĩa là, mỗi khoản vay thêm từ nước ngoài có

xu hướng gia tăng khoản bù rủi ro mà nước đi vay phải trả khi các khoản vay nước ngoài khác được gia hạn hay khi vay các khoản mới)". Đặc trưng ngoại tác này của việc đi vay nước ngoài cần được cân nhắc so với việc sử dụng hiệu quả hay năng suất biên của vốn, để cho tổng chi phí đi vay được so sánh một cách có ý nghĩa với tổng lợi ích (ở một mức vay mượn và tiền lãi đã biết). Vai trò của việc đánh khoản bù rủi ro hay thuế tương đương có thể có lý sau khi đã có một đánh giá như vừa đề cập. Đóng góp của thực thể đi vay cho cả chi phí lẫn lợi ích cũng cần được lượng hóa. Điều này có thể cung cấp cho chúng ta câu trả lời cho câu hỏi: ai trả chi phí tăng thêm? Các nghiên cứu thêm nữa (các trường hợp nghiên cứu điển hình phân tích cũng như thực nghiệm) có liên quan cho việc trả lời câu hỏi này. Một sự điều tra tổng hợp về chi phí và lợi ích liên quan đến rủi ro tài chính gia tăng (hay đánh giá rủi ro của một nước) và đóng góp cho tiềm năng phát triển (bao gồm những ảnh hưởng đến các khu vực khác nhau trong xã hội) được trông đợi là sẽ làm sáng tỏ hơn các vấn đề này.

Liên quan đến khả năng tiếp cận đến các thị trường tín dụng quốc tế của một nước, Lensink và van Bergeijk (1991) tìm thấy rằng sự kết hợp của tổng sản phẩm nội địa (GDP) bình quân đầu người, tỷ lệ nợ ròng so với GDP và tỷ lệ đầu tư đã dự đoán được khá nhiều trường hợp về khả năng tiếp cận tín dụng của người đi vay trên thị trường vốn quốc tế. Họ cũng quan sát thấy rằng có sự hiện hữu của một ngưỡng quan trọng và dưới ngưỡng đó thì những cải thiện nhỏ về các chính sách kinh tế nội địa dường như không có ý nghĩa đối với việc gia tăng khả năng tiếp cận tín dụng trong ngắn hạn. Phân tích này gợi ý về nhu cầu cần phải xác định các ngưỡng quan trọng liên quan cụ thể cho từng nền kinh tế và các thể chế của nền kinh tế đó.

## 1.7 Các Nhận xét Kết luận

Sự phát triển thể chế tài chính nói chung và các chức năng quản lý rủi ro tài chính của những thể chế này nói riêng là những động cơ thúc đẩy chính yếu mà tại ra sự phát triển công nghiệp. Vai trò của chi phí giao dịch vẫn quan trọng trong việc hình thành và tiến triển của các thể chế tài chính.

Một trong những “đơn thuốc” có hiệu quả của kinh tế học về chi phí giao dịch là đây (Rao, 2003, trang 173): hiểu biết rõ về chi phí giao dịch liên quan và đánh giá được các biện pháp thay thế khả thi/thực tế giữa một chuỗi liên tục các thỏa ước thể ước.

Sự đầy đủ của khế ước đối với các thỏa ước tín dụng thường là không đầy đủ vì một số các lý do thực tế bao gồm cả chi phí giao dịch quá cao trong việc hình thành nên một khế ước đầy đủ. Vai trò của sự tín nhiệm và cam kết đáng tin cậy là rất quan trọng. Những đặc trưng này đóng góp cho việc giảm thiểu chi phí giao dịch và gia tăng hiệu quả kinh tế.

Tính bất khả thi hợp lý của việc tối đa hóa phúc lợi chung khi có sự bất cân xứng về thông tin giữa người cho vay và người đi vay đã được quan sát từ một quan điểm phân tích. Tuy nhiên, một sự tiệm cận giải pháp tối ưu lý tưởng là khả thi bằng cách thiết kế các cơ chế cho việc giảm sự bất cân xứng về thông tin và thúc đẩy các thực thể kinh tế có liên quan vận hành theo mục tiêu cải thiện phúc lợi Pareto cho tất cả các bên. Một số trong những vấn đề này được nghiên cứu kỹ hơn trong chương 6.

Thông tin bất cân xứng cần được làm giảm thiểu không chỉ dưới hình thức sự bất cân xứng của thông tin sẵn có cho việc xử lý của các bên đối với một quyết định mà còn dưới hình thức năng lực xử lý không ngang bằng ở một mức cho trước thông tin phân phối một cách cân xứng cho các bên đối với một quyết định. Sự giảm thiểu này có ý nghĩa đối với việc xây dựng năng lực tại các nước đang phát triển trong việc cải thiện sự quản lý nợ trong và ngoài nước, hiệu quả thị trường tín dụng và sự quản trị thể chế tài chính.

Việc nhận thức rằng nhu cầu cho các khoản vay là một hàm số của cả lãi suất danh nghĩa lẫn chi phí giao dịch mà bao gồm chi phí *tiền nghiệm* và *hậu nghiệm* của giao dịch cho vay, bao gồm chi phí rủi ro phát sinh từ việc sử dụng vốn là rất quan trọng. Riêng đặc trưng này minh chứng cho vai trò của sự song hành trong thị trường tài chính, các thị trường có lãi suất danh nghĩa thấp nhưng chi phí giao dịch cao trong việc kiếm được khoản vay, và các thị trường khác với lãi suất cao nhưng chi phí giao dịch thấp.

Thị trường tín dụng là thị trường cạnh tranh không hoàn hảo. Định mức tín dụng cân bằng và phân biệt đối xử giá phần nào là những đặc trưng cơ bản của thị trường tín dụng tại nhiều nước. Vai trò của thông tin bất cân xứng và chi phí giao dịch là quan trọng đối với việc quản trị hiệu quả các thị trường tín dụng.

Phần lớn phân tích truyền thống xử lý vấn đề thông tin bất cân xứng như là yếu tố quan trọng nhất của hiện tượng định mức tín dụng cân bằng. Tuy nhiên, trong thực tế thì cả vai trò của thông tin bất cân xứng và chi phí giao dịch nói chung hay nói riêng đều quan trọng trong việc giải thích hiện tượng này. Cân bằng thị trường có lẽ không hiện hữu theo nghĩa cung và cầu tín dụng bằng nhau tại bất cứ mức lãi suất này do vai trò của chi phí giao dịch, ngay cả khi không có vấn đề thông tin bất cân xứng.

Sự phân tán lãi suất và cho vay phân biệt đối xử khá phổ biến trong thị trường tín dụng. Các yếu tố quan trọng của những kiểu hình này là rủi ro nhận biết được của người cho vay, vai trò của thông tin bất cân xứng giữa người cho vay và người đi vay, và chi phí giao dịch.

Nhu cầu chính sách cho việc tăng cường hiệu quả thị trường và phúc lợi của chủ nợ và người đi vay bao gồm việc thiết kế các thể chế tài chính minh bạch, giảm thiểu chi phí giao dịch từ quan điểm của cả người cho vay lẫn người đi vay, những cải thiện về cơ sở hạ tầng bao gồm việc thiết kế các hệ thống thông tin được cải thiện mà xác định và kết hợp cả hai phần này của những người chơi trên thị trường tín dụng. Tầm quan trọng của những đặc trưng về cơ sở hạ tầng trở nên rõ ràng hơn trong phân tích của các chương sau.

## Bài tập Ôn tập

1. Thảo luận về tính đúng đắn của các gợi ý sau đây: trong một thế giới có tính minh bạch và hiệu quả thị trường cao hơn thì các trung gian tài chính có thể tạo ra một loại hình gây nguy hại.
2. Liệu các dòng vốn chảy ra ngày càng tăng từ các nước đang phát triển trong thập niên 1990 có tượng trưng cho một trong các đặc điểm của “sự hội nhập vào nền kinh tế toàn cầu”, hay đó là một cái giá phải trả cho việc hội nhập đó? Nếu đây là một yếu tố của một chi phí như vậy thì lợi ích tiềm năng hay thực tế có minh chứng cho việc phải chịu những chi phí như thế?
3. Nêu các nhân tố đóng góp cho định mức tín dụng như là một hiện tượng có liên quan trong việc phân tích các thị trường tín dụng. Hãy gợi ý một cách đo lường có thể lượng hóa cho việc đánh giá độ lớn của định mức tín dụng.
4. Kiểm tra các thành phần của chi phí giao dịch mà có liên quan đến việc thực hiện FDI
5. Đây là những hạn chế của những phân tích qui ước về định mức tín dụng cân bằng?
6. Nếu chúng ta định nghĩa hiệu quả thị trường tín dụng dưới hình thức tối đa hóa phúc lợi chung của lợi nhuận hay mức thỏa dụng của người cho vay và người đi vay, hãy xác định

rõ một tập hợp các đặc trưng cần thiết của thị trường mà tạo điều kiện thuận lợi cho một sự cải thiện hiệu quả như vậy.

7. a) Xác định các yếu tố chính của chi phí trong việc thiết kế và thực thi kế hoạch. Cân bằng nào cần phải có trong chi phí *tiền nghiệm* và *hậu nghiệm* của một kế hoạch?
- b) Đây là những đặc điểm đáng mong muốn của một kế hoạch tài chính “hiệu quả”?

## Chương 2

# TÀI CHÍNH, TĂNG TRƯỞNG VÀ PHÁT TRIỂN KINH TẾ

### 2.1 Giới thiệu

Một trong các định nghĩa (xem một trong những cuốn sách hàng đầu về kinh tế phát triển do Meier biên tập, 1989 trang 6) phát biểu rằng sự phát triển kinh tế là một quá trình mà qua đó a) thu nhập bình quân đầu người của một nước tăng lên sau một khoảng thời gian, và b) số lượng người nghèo và sự bất bình đẳng kinh tế trong xã hội không tăng lên. Định nghĩa này ngụ ý rằng phát triển đòi hỏi phải giảm một cách tương đối tỷ lệ người nghèo trong khi tốc độ tăng dân số là số dương, và vẫn không quên những nhu cầu cấp thiết của việc giảm nghèo đói. Vì việc giảm nghèo đói có vai trò quan trọng trong bất cứ xã hội này và bởi vì sự phổ biến của tình trạng đói nghèo cùng cực đóng vai trò như một cản ngại chính yếu đối với toàn bộ hệ thống kinh tế, cần thiết phải xét lại khái niệm của kinh tế phát triển để nhằm phản ánh các nhân tố này.

Chúng tôi định nghĩa phát triển kinh tế như là một quá trình tổng hợp mà bao gồm những cải thiện trong tất cả mọi lĩnh vực của xã hội và phúc lợi của toàn bộ dân số được duy trì trong khi giảm thiểu sự nghèo đói cùng cực và sự tước đoạt kinh tế đối với bộ phận nào trong xã hội. Định nghĩa này tập trung vào sự ưu tiên tương đối trong các tiến trình phát triển cũng như việc tạo ra các khía cạnh cơ sở hạ tầng có liên quan. Sự phát triển cơ sở hạ tầng bao gồm, nhưng không giới hạn, ở các yếu tố sau: sự phát triển của cơ sở hạ tầng pháp luật và sự tôn trọng pháp quyền, việc cung cấp hàng hóa và dịch vụ với chi phí thấp nhất của các thể chế công, sự khuyến khích các thị trường cạnh tranh và việc quản lý chúng, sự phát triển nguồn vốn nhân lực và sự bảo vệ môi trường. Bất cứ chỉ báo nào về sự tiến triển trong phát triển kinh tế của một đất nước đều cần phải phản ánh được những khía cạnh này. Khái niệm tăng trưởng kinh tế được định nghĩa là tốc độ tăng trưởng của tổng sản lượng kinh tế, bao gồm cả sự đóng góp của việc tích lũy vốn trong sản lượng này. Tăng trưởng vẫn là một điều kiện cần nhưng chưa đủ của phát triển kinh tế.

Trong số các nhập lượng quan trọng nhất cho phát triển kinh tế là các nguồn lực tài chính và khả năng tiếp cận đến những nguồn lực này trong tất cả các lĩnh vực của hoạt động kinh tế. Việc cung cấp vốn cho các mục tiêu phát triển khác nhau không chắc là khả thi nếu sự phân bổ nguồn lực hoàn toàn để cho thị trường tài chính thực hiện. Tài chính cho tăng trưởng và phát triển kinh tế không nhất thiết được cung cấp ở các mức bền vững và tối ưu về mặt xã hội nếu các thị trường vốn nội địa và toàn cầu là thể chế chủ yếu cho việc đạt được các mục tiêu phát triển kinh tế. Do vậy, một nỗ lực tinh táo là cần thiết trong tất cả lĩnh vực và ngành của các hệ thống kinh tế nội địa và toàn cầu và các thể chế quản trị việc hướng dẫn các nguồn lực của các hệ thống này, một

cách trực tiếp (như là viện trợ tài chính) lẫn xúc tác (như trong việc khuyến khích các dòng tài chính, thị trường và thể chế tài chính bền vững cho việc quản trị tài chính hiệu quả).

Vai trò của các thể chế tài chính và chính sách của chúng trong việc quản trị phát triển kinh tế trên diện rộng thường chỉ được nói đến trong các phần cục bộ. Stiglitz (2000, trang 1085) đã đặt ra câu hỏi: liệu các chính sách tài chính toàn cầu ảnh hưởng tới “cuộc sống và khả năng sinh tồn của hàng triệu con người trên toàn thế giới có phần ảnh được sự chú ý và quan tâm, không chỉ đến thị trường tài chính nói riêng, mà còn đến các doanh nghiệp, lớn và nhỏ, những công nhân, và nền kinh tế nói chung hay không?”. Đây là vấn đề trọng tâm của tài chính phát triển. Các khía cạnh kinh tế phát triển vẫn liên quan trong việc thiết kế các chính sách và thể chế tài chính cho việc quản trị tài chính. Rõ ràng là sự tập trung vào các thể chế và chính sách tài chính nên đặt trọng tâm vào các mục tiêu phát triển được hỗ trợ bởi sự vận hành hiệu quả của các thị trường và thể chế vốn nội địa và toàn cầu. Trong khi mục tiêu lợi nhuận đối với các doanh nghiệp tư nhân tiếp tục là động lực chính thì việc duy trì mục tiêu đó và giảm bớt bất cứ ngoại tác nào cần có sự nghiên cứu kết hợp với các hoạt động có liên quan. Tương tự như vậy, các thể chế tài chính mà do các thực thể chính phủ chỉ đạo cần đảm bảo rằng chi phí giao dịch của các thể chế này được tối thiểu hóa khi cung cấp các nguồn lực và dịch vụ đáng mong muốn về mặt kinh tế và xã hội.

Trong số những yếu tố được quan tâm đặc biệt của chương này là các vấn đề liên quan đến vai trò của các trung gian tài chính (Financial Intermediaries - FI) đối với tăng trưởng kinh tế, quan hệ giữa các thể chế pháp luật, dòng vốn, và tác động của những yếu tố này đến phát triển kinh tế. Thường thì mặc dù rõ ràng là sự phát triển tài chính (Financial Development - FD) lớn hơn đóng góp và phát triển kinh tế, nhưng sự hiểu biết về các nhân tố mà cho phép tạo ra một sự liên quan lẫn nhau và tính hiệu quả tương đối của các công cụ chính sách như vậy là rất hữu ích cho việc thiết kế và thực thi các cơ chế tài chính phát triển hữu hiệu. Một sự nghiên cứu về các cơ chế mà qua đó trung gian tài chính đóng góp vào tăng trưởng kinh tế là một khía cạnh phân tích quan trọng mà cho phép việc hình thành chính sách. Các nhân tố tác động đến sự hiệu quả của trung gian tài chính và các ý nghĩa đối với phát triển tài chính cũng là các nhân tố có liên quan. Chúng ta nghiên cứu mối quan hệ giữa các yếu tố đầu vào tài chính với tăng trưởng kinh tế, vai trò của trung gian tài chính trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, và sự liên kết giữa phát triển tài chính và phát triển kinh tế. Một sự nghiên cứu kỹ lưỡng hơn về các vấn đề vừa đề cập, sự tự phụ thuộc lẫn nhau, và các mối liên kết phổ biến cho phép thiết kế và thực thi các chính sách được cải thiện trong việc quản trị hiệu quả các hệ thống kinh tế và tài chính.

## 2.2 Các dòng vốn và tăng trưởng kinh tế

Các dòng vốn bao gồm những dòng danh mục đầu tư ngắn hạn cũng như các khoản đầu tư tương đối dài hạn. Một số cấu phần của các dòng vốn này có liên quan trực tiếp đến phát triển kinh tế (ví dụ như trong các khoản đầu tư vào sự phát triển cơ sở hạ tầng) nhưng hầu hết các cấu phần khác chỉ đơn thuần làm tăng nguồn lực vốn hoàn toàn trong quan hệ với lợi tức tài chính của các khoản đầu tư, cả trong các khoản đầu tư nợ lẫn đầu tư vốn chủ sở hữu. Sự khuyến khích các dòng vốn (điển hình là các dòng vốn quốc tế), làm vững mạnh thị trường tài chính nhằm thúc đẩy các thị trường tài chính hiệu quả, sự nới lỏng quản lý và tự do hóa tài chính thường được xem như các đặc trưng kinh tế vĩ mô của một nền kinh tế trong nỗ lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, và phát triển nguồn lực cho tài chính phát triển. Tiền đề này thường được căn cứ vào các giả định ngầm sau:

- a) Những sự di chuyển “có trật tự” của các dòng vốn cùng với động lực sử dụng vốn một cách hiệu quả;



- b) Quản trị tài chính thận trọng; và
- c) Sự giám sát ở cấp độ chính phủ, bao gồm sự cung cấp cơ sở hạ tầng cho việc điều hành hiệu quả các hoạt động khác nhau.

Có một vấn đề ngoại tác kết hợp với các dòng vốn chảy vào và chảy ra quá mức. Vấn đề ngoại tác của các dòng vốn ra có thể được tóm tắt như sau (Ngân hàng Thế giới, 2001): các dòng vốn ra vượt quá các mức ngưỡng quan trọng mà có thể có các tác động tiêu cực đến nền kinh tế nội địa qua việc làm cạn kiệt nguồn dự trữ ngoại hối, giảm bớt các nguồn lực sẵn có cho đầu tư nội địa và làm chậm lại sự phát triển của khu vực tài chính.

Người ta đã cho rằng các chính sách kinh tế hợp lý có thể là “thuốc giải độc” tốt nhất đối với các dòng vốn chảy ra lớn. Những chính sách này cũng quan trọng không kém trong việc thu hút và duy trì các dòng vốn chảy vào. Tóm lược trên không hoàn toàn nói lên được vấn đề ngoại tác của các dòng vốn chảy vào. Vấn đề này phát sinh khi các dòng chảy vào là quá mức so với năng lực tiếp nhận của hệ thống kinh tế và/hoặc khi những dòng như vậy là không thể duy trì theo thời gian.

Sự tự do hóa việc mua bán trên thị trường chứng khoán đã tạo ra những sự bùng nổ đầu tư tại một số nước như phần lớn các nước Đông Á trong suốt thập niên 1990 (ví dụ để biết một số nghiên cứu điển hình, hãy xem Henry, 2000). Tuy nhiên, các dòng vốn chảy vào có lẽ không chuyển thành các khoản đầu tư tạo ra tăng trưởng kinh tế. Tăng trưởng kinh tế xuất hiện cùng với một tập hợp các yếu tố bổ sung nội địa như hấp thu vốn, năng lực tiếp nhận, và tác động như là kết quả đến sản xuất và tiêu dùng. Khả năng của dòng vốn chảy ra cũng cần được nhận biết, cùng với chi phí của các dòng chảy ra ở các cấp độ khác nhau trong những giai đoạn khác nhau của tăng trưởng kinh tế. Điển hình là sự hội nhập tài chính toàn cầu cho phép sự dễ dàng hơn trong việc đi vào và đi ra của vốn.

Dường như các dòng vốn chảy vào (nhưng không phải các dòng danh mục đầu tư) cũng có một tác động mạnh đến đầu tư nội địa, đặc biệt là dưới hình thức đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) và cho vay ngân hàng. Tác động này đã được Bosworth và Collins (1999) khảo sát. Nghiên cứu này khảo sát mối quan hệ giữa các loại hình dòng vốn chảy ra tư nhân khác nhau, với trọng tâm là các định tố của những thay đổi trong đầu tư và tiết kiệm theo thời gian trong nội bộ các nước. Tương tự như vậy, báo cáo của Ngân hàng Thế giới (2001), sử dụng dữ liệu cho 118 nước trong giai đoạn 1972-1998, đã tìm thấy rằng các dòng vốn tư nhân (dài hạn cộng với ngắn hạn) có mối quan hệ vững chắc với đầu tư nội địa. Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã báo cáo (để biết vắn tắt hãy xem Ngân hàng Thế giới, 2001, trang 67) rằng có sự đóng góp lớn hơn của các dòng vốn vào tại những nước đang phát triển với các mức thu nhập tương đối cao hơn, chủ yếu do sự đồng hiện hữu của cơ sở hạ tầng được cải thiện mà tạo ra hiệu suất hơn của vốn.

Như vậy, có một câu hỏi là liệu rủi ro của các dòng vốn vào có gây ra các vấn đề kinh tế. Rủi ro của sự đảo ngược dòng vốn vào ngắn hạn được nhận biết khi các dòng vốn vào được khuyến khích vượt quá các giới hạn kinh tế. Hơn nữa, khuynh hướng chung của các dòng vốn ngắn hạn là nhằm tăng thêm hơn là làm yếu đi sự biến thiên theo chu kỳ của các dòng vốn. Điều này một phần do hành vi bầy đàn (herd behavior) trong sự vận hành của các thị trường tài chính và các tổ chức tác nghiệp của chúng (phân tích chi tiết có thể xem trong Bikchandani và Sharma, 2001). Các dòng vốn tư nhân chảy vào có xu hướng cao hơn mức tối ưu trong những giai đoạn tốt đẹp của nền kinh tế chủ nhà, và thấp hơn mức tối ưu trong những giai đoạn kinh tế tồi tệ. Ở đây chúng ta định nghĩa mức tối ưu theo nghĩa tối đa hóa lợi ích đối với nền kinh tế chủ nhà cũng như là các nhà đầu tư trong một phạm vi thời gian trung hạn (ví dụ như một thập niên). Bản chất có tính chu kỳ của các dòng vốn phản ảnh cả tình trạng kém phát triển của các thị trường tài

chính nội địa lẫn mức độ hội nhập vào thị trường toàn cầu của các thị trường này. Sự thay đổi là đáng lo ngại hơn đối với các nước đang phát triển nghèo hơn do khả năng hạn chế của các nước này trong việc hấp thu các cú sốc tài chính và các cú sốc kinh tế. Một số nghiên cứu đã xác định được vai trò của khu vực tài chính và sự phát triển của khu vực này trong việc giảm thiểu sự bất ổn kinh tế. Sự giảm thiểu này trở nên khả thi với năng lực xử lý thông tin được cải thiện của các thực thể kinh tế nội địa,

Tác động của các chính sách kinh tế và tài chính nên tập trung vào việc tạo điều kiện cho việc sử dụng hiệu quả các dòng vốn vào (Schandler, 1994). Có một xu hướng mạnh mẽ gần đây ở các cấp độ kinh tế nội địa hướng đến việc cho phép các điều kiện về độ mở cửa và tự do hóa tài chính đáng kể và bền vững với sự bãi bỏ các công cụ kiểm soát, bao gồm các công cụ của quản lý rủi ro. Tuy nhiên, theo những điều kiện này, các dòng vốn ngắn hạn có thể gây ra các rủi ro lớn hơn phần thường đem lại nếu những dòng vốn này không được tiết chế thích hợp (Stiglitz, 2000). Đầu tư nước ngoài làm gia tăng tăng trưởng kinh tế chỉ trong một vài chứ không phải tất cả các trường hợp. Các dòng vốn chảy vào quá mức có thể gây ra các chi phí đáng kể cho quốc gia tiếp nhận trong những thời kỳ bất ổn của vốn nội địa và toàn cầu. Ngân hàng Thế giới (2001) báo cáo rằng các nghiên cứu thực nghiệm đã dẫn đến một nhận xét rằng các dòng vốn tư nhân có đi kèm với sự gia tăng trong tăng trưởng: 1% gia tăng về dòng vốn vào tính theo tỷ phần GDP tạo ra 0,25% gia tăng trong tăng trưởng GDP. Vai trò bổ sung của các chính sách tài chính hợp lý, sử dụng nguồn lực hữu hiệu, và sự áp dụng các chính sách tài chính đáng tin cậy và được duy trì ở cấp độ chính phủ nằm trong số các nhân tố có liên quan đóng góp vào tăng trưởng kinh tế.

Nếu chúng ta xem xét vai trò của viện trợ nước ngoài như là một nguồn quan trọng của tài chính phát triển thì vai trò của một nguồn vốn hay các dòng vốn như vậy không hiệu quả trong việc thúc đẩy tăng trưởng và phát triển kinh tế như đã từng được tiên đoán (xem chương 5 để biết chi tiết). Như Easterly (2001) đã khảo sát, sự kém hiệu quả tương đối của viện trợ nước ngoài đã được tìm thấy trong một hay nhiều sự biến thiên của chi phí ủy quyền – tác nghiệp, bao gồm những sự rò rỉ đáng kể và có hệ thống cùng với việc chuyển giao và sử dụng các nguồn lực. Để biết thảo luận chi tiết hơn về những vấn đề này, hãy xem chương 4 và 5.

### **Diễn đàn ổn định tài chính**

Liên quan đến việc hình thành chính sách toàn cầu cho việc quản trị hữu hiệu các dòng vốn và ngoại tác tiềm năng của chúng, Diễn đàn Ổn định Tài chính (Financial Stability Forum - FSF) toàn cầu đã hình thành trong buổi lễ khai mạc một Nhóm Hoạt động về Dòng vốn. Báo cáo của Nhóm Hoạt động này trong năm 2000 chứa đựng một số các ý kiến đề xuất. Hai trong số đó có liên quan đến các dòng vốn được tóm tắt dưới đây (chi tiết tại [www.fsforum.org](http://www.fsforum.org)).

1. Nếu rủi ro bộc lộ cùng với dòng vốn không được quản lý đúng mức, các hậu quả đối với chủ nợ và con nợ và đối với sự ổn định tài chính toàn cầu nói chung có thể nghiêm trọng. Việc hưởng lợi toàn bộ lợi ích của các dòng vốn sẽ đòi hỏi việc áp dụng các chính sách kiểm soát rủi ro đi kèm theo chúng.
2. Những điều chỉnh bất ngờ về danh mục đầu tư liên quan đến sự ngừng đột ngột hay sự đảo ngược các dòng vốn có thể dẫn đến những sự điều chỉnh tổn kém tại các nước chịu ảnh hưởng. Các nước có những vấn đề về nợ nghiêm trọng và cơ chế tỷ giá hối đoái cố định được xem như dễ mắc phải hiện tượng này. Vai trò của sự quản lý thận trọng về tính thanh khoản và các rủi ro khác vẫn quan trọng. Lịch sử gần đây cung cấp bằng chứng rằng các nước có tỷ giá hối đoái cố định và các khoản nợ ngắn hạn không lờ dễ gánh chịu những bất ổn gây đổ vỡ theo kiểu này, mà có thể có các hậu quả có hệ thống.

Liên quan đến qui mô của việc sử dụng việc kiểm soát vốn như là các biện pháp thận trọng, báo cáo của Nhóm Hoạt động quan sát thấy rằng:

1. Nhiều nước phát triển và đang nổi lên đã hưởng lợi từ sự di chuyển vốn; tuy vậy, các dòng vốn chảy vào qui mô lớn có thể có các tác động bất lợi đến nền kinh tế nếu, bằng cách gây áp lực lên tỷ giá hối đoái, các dòng vốn này làm phức tạp thêm việc thiết kế và thực thi các chính sách tiền tệ nội địa;
2. Những dòng chảy vào qui mô lớn của các khoản yêu cầu thanh toán ngắn hạn cũng là một nguồn tiềm năng gây ra sự tổn thương cho hệ thống tài chính, vì các dòng chảy vào mới có thể chấm dứt hay các khoản yêu cầu thanh toán hiện hữu không được gia hạn; và
3. Những sự kiểm soát dòng vốn vào, bất cứ khi nào có liên quan, phải được thực hiện cùng với một số điều kiện nhất định cho việc sử dụng chúng mà có thể giúp cho việc gia tăng khả năng thành công những sự kiểm soát chỉ có thể phục vụ như là một sự hỗ trợ cho chương trình kinh tế vĩ mô lành mạnh được cam kết ổn định.

Tóm lại, vai trò của dòng vốn chảy vào như là một nguồn tài chính phát triển chỉ có ý nghĩa cùng với các chính sách kinh tế vĩ mô mang tính bổ sung, sự điều hành căn cứ vào thực tế các hệ thống ra và vào của các dòng vốn khác nhau, sự quản lý rủi ro tài chính, và sự nối kết các ưu tiên phát triển kinh tế với những sự phân bổ nguồn vốn.

### **2.3 Các thể chế tài chính và phát triển kinh tế**

Sự xuất hiện, hình thành, tiến triển và vận hành của hệ thống tài chính tạo nên các định tố quan trọng cho tăng trưởng và phát triển kinh tế. Các giả định về những mối liên hệ giữa những nhân tố này đã chiếm một phần trong lý thuyết kinh tế, nhưng các nghiên cứu trong thập niên 1990 đã cho thấy các bằng chứng mạnh mẽ và đáng kể rằng tại hầu hết các nước, các nhân tố tài chính như là dòng vốn, sự hình thành và vận hành hiệu quả của trung gian tài chính đang đóng một vai trò quan trọng trong tăng trưởng và phát triển kinh tế trong nhiều thập niên.

Song song với vai trò của tiền tệ như là một phương tiện trao đổi hàng hóa và dịch vụ, trung gian tài chính đã cho phép sự huy động các khoản tiền gửi tiết kiệm, việc mua bán, cho vay nguồn lực, ký kết khế ước và xử lý thông tin cho việc ra quyết định tài chính. Quan trọng nhất là vai trò của trung gian tài chính bao gồm sự đóng góp tiềm năng của chúng đến sự phân bổ vốn hữu hiệu giữa các ngành/khu vực và hoạt động kinh tế cùng với hiệu suất tài chính biên trong số các cách thức sử dụng vốn khác nhau. Tiềm năng gia tăng hiệu quả tài chính này phụ thuộc vào khung kiểm soát và thể chế mà quản trị các trung gian tài chính này. Cụ thể thì những sự không hoàn hảo của thị trường, vai trò của sự kiểm soát tín dụng, chính sách lãi suất, các nhân tố pháp luật tác động đến hoạt động cho vay và đi vay (bao gồm cả việc thu hồi khoản vay và các thủ tục phá sản) là một số nhân tố cản trở khả năng làm ngang bằng hiệu suất vốn cũng như năng suất biên của nó ở bất cứ mức xác định nào. Ngoài ra, “sự phân bổ hữu hiệu” mà đơn thuần dựa trên lãi suất tài chính không phải lúc nào cũng có thể là một sự phân bổ vốn hiệu quả về mặt kinh tế, và điều này đòi hỏi một vai trò to lớn của nhà nước trong việc cung cấp khung kiểm soát và thể chế nhất quán với các mục tiêu phát triển của xã hội và việc sử dụng nguồn lực khôn ngoan trong bối cảnh đó.

Vai trò của trung gian tài chính không chỉ nhằm giảm chi phí thông tin và chi phí giao dịch mà còn nhằm tạo ra các sản phẩm mới có các đặc trưng tăng thêm giá trị. Scholtens và van Wensveen (2000, trang 1250) lập luận rằng trong tiến trình “chuyển hóa tài sản liên quan đến kỳ hạn, tính thanh khoản, rủi ro, qui mô và nơi chốn” thì những thể chế này tăng thêm giá trị đối với

nhà đầu tư và người gởi tiền hay những người đóng góp tiền tiết kiệm. Như vậy, người ta cho rằng sự tăng thêm giá trị nên được xem như một vai trò chủ yếu của trung gian tài chính.

### **Tăng trưởng kinh tế bị ảnh hưởng bằng cách nào?**

Trung gian tài chính có vai trò hết sức quan trọng trong tăng trưởng và phát triển kinh tế, như đã được quan sát trong nhiều năm tại nhiều nước. Đánh giá này cần một khoảng thời gian để đạt được sự chấp nhận giữa các nhà kinh tế. Trong một trong những bài bình luận trước đây, Schumpeter (1911) lập luận rằng các chức năng và dịch vụ của trung gian tài chính là thiết yếu cho sự đổi mới công nghệ và phát triển kinh tế. Trong số các chức năng và dịch vụ được thấy trước là: huy động tiền tiết kiệm, quản lý rủi ro, giám sát và đánh giá các giao dịch tài chính, và tạo thuận lợi cho các giao dịch giữa các bên.

Sự tích lũy vốn và đổi mới công nghệ tác động đến tăng trưởng kinh tế theo nhiều phương cách khác nhau. Trong một số các mô hình kinh tế đơn giản hóa, hệ thống tài chính ảnh hưởng đến tăng trưởng bằng cách làm thay đổi tỷ lệ tiết kiệm đôi lúc thông qua sự phân bổ khoản tiết kiệm cho các công nghệ tạo ra vốn (Romer, 1986). Sự biến đổi công nghệ vì vậy chịu sự tác động từ vai trò của các hệ thống tài chính. Kết quả là, nhịp độ thay đổi hay tốc độ tăng trưởng bị ảnh hưởng phần nào bởi vai trò tối thiểu hóa chi phí giao dịch của các thể chế tài chính.

Các tiến trình phân bổ tín dụng hay nguồn lực khác của những thể chế tài chính về nguyên tắc có thể tạo ra sự quản lý tài chính hữu hiệu và cải thiện sự tăng trưởng kinh tế. Vai trò gia tăng hiệu quả của trung gian tài chính trong các thị trường vốn và tín dụng không phải là tự động. Một vai trò như vậy được đạt tới khi trung gian tài chính thực hiện việc thiết kế và thực thi hoạt động của mình dựa trên các cơ chế chi phí thấp nhất. Những cơ chế này nên làm giảm chi phí giao dịch nói chung, và chi phí thông tin nói riêng. Việc cung cấp tài chính và trung gian tài chính tạo điều kiện thuận lợi cho việc khởi sự của các doanh nghiệp, sự đổi mới, sự cải thiện năng suất kinh tế, và vì vậy đóng góp vào tăng trưởng kinh tế. Một lần nữa, sự liên kết về mặt lý thuyết này giữa tài chính và tăng trưởng được căn cứ vào các giả định quan trọng ví dụ như pháp quyền, quyền sở hữu và việc thi hành hiệu quả quyền này, sự giám sát các hoạt động tài chính cùng với một tập hợp vững chắc và hợp lý các nguyên tắc và điều luật thi hành.

### **Trung gian tài chính và tăng trưởng kinh tế**

Các hệ thống tài chính có khả năng quản lý rủi ro một cách hữu hiệu đóng góp và sự gia tăng của tăng trưởng kinh tế (King và Levine, 1993b). Ngoài ra, như Levine (1997, trang 715) lập luận “các nước có những thể chế tài chính hiệu quả trong việc giảm bớt các rào cản thông tin sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhanh hơn thông qua nhiều khoản đầu tư hơn so với các nước có các hệ thống tài chính kém hiệu quả hơn trong việc đạt được và xử lý thông tin.” Vấn đề rất quan trọng ở đây là phải thiết kế một cơ chế có chi phí thấp nhất cho việc giảm thiểu những sự bất cân xứng thông tin giữa tất cả các bên có liên quan đến giao dịch tài chính.

Các hệ thống tài chính được thiết kế thích hợp sẽ cải thiện được chi phí giao dịch (bao gồm chi phí thông tin) và, qua việc nhận biết các bất ổn và rủi ro của việc quản lý nguồn lực, tạo điều kiện thuận lợi cho sự phân bổ nguồn lực. Những thể chế này, khi không có sự nghiên cứu cẩn thận và các biện pháp quản trị bổ sung, không nhất thiết hàm ý về sự quản lý rủi ro hữu hiệu trong mọi trường hợp hay tất cả hệ thống. Chất lượng của trung gian tài chính là có liên quan đến tính hiệu quả về mặt chi phí trong việc cung cấp vốn và dịch vụ của chúng. Một thể chế phát triển hơn (so với các thể chế khác trong cùng nhóm phân loại thể chế đó) có khả năng giảm thiểu chi phí giao dịch cũng như tối đa hóa các lợi ích của những mục tiêu vận hành của chúng. Việc

nghiên cứu thực nghiệm và phân tích đáng kể hơn nữa là rất cần thiết cho việc lượng hóa các khía cạnh “chất lượng” của trung gian tài chính, và vai trò của chúng trong tăng trưởng kinh tế.

Liệu trung gian tài chính phát triển hơn có dẫn đến sự gia tăng về tăng trưởng kinh tế? Câu trả lời là có nhưng độ lớn của một sự tương quan như vậy còn phụ thuộc vào một số ít các nhân tố thể chế quan trọng. Trung gian tài chính có cơ cấu phù hợp và phát triển tốt có xu hướng tác động tích cực đến việc huy động và phân bổ tiền tiết kiệm cho các hoạt động kinh tế hướng đến năng suất cao hơn trong khi đồng thời làm giảm bớt một số rủi ro tài chính và giảm đi chi phí giao dịch. Như Levine và các đồng tác giả (2000) quan sát trong nghiên cứu thực nghiệm của mình rằng sự thi hành hiệu quả các khế ước và quyền sở hữu, cùng với việc hạch toán tài chính chính xác và việc phổ biến thông tin về tình hình hoạt động tài chính là những nhân tố đóng góp cho phép trung gian tài chính “phát triển tốt hơn”. Những nhân tố này đồng thời cũng đóng góp cho tăng trưởng kinh tế.

Phát triển kinh tế đóng góp vào sự phát triển của trung gian tài chính và ngược lại; độ lớn tương đối của các tác động phản hồi thay đổi theo hệ thống kinh tế và giai đoạn. Mối quan hệ nhân quả nhận biết tại nhiều nước đã ủng hộ nhiều hơn cho vai trò lớn hơn của trung gian tài chính: trung gian tài chính tạo ra tăng trưởng kinh tế. Shan và các đồng tác giả (2001) cung cấp tóm lược một số nghiên cứu có liên quan. Việc sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian cho nhiều nước khác nhau có thể làm rõ các mối liên kết lớn hơn là dữ liệu chéo cho các nước khác nhau tại một thời điểm hay giai đoạn. Việc sử dụng dữ liệu chéo gây ra những hạn chế cho bất cứ nghiên cứu so sánh có ý nghĩa nào về các nước do giả định ngầm rằng các điều kiện kinh tế và chất lượng của các thể chế giữa các nước được nghiên cứu sở hữu các đặc trưng tương tự nhau (cũng nên xem Arestis và Demetriades, 1997).

Vai trò của trung gian tài chính hiện đại bao gồm: sự đổi mới sản phẩm tài chính, tối đa hóa năng suất vốn và quản trị rủi ro, doanh tính trong các dịch vụ tài chính và thiết kế sản phẩm liên quan, và sự tiến triển năng động với những thay đổi trong các thể chế (Scholtens và van Wensveen, 2000). Các kênh thông qua đó trung gian tài chính đóng góp cho tăng trưởng kinh tế bao gồm:

- Thu thập và xử lý thông tin;
- Đóng góp cho đổi mới và tinh thần kinh doanh;
- Quản lý rủi ro, lợi tức đầu tư; và
- Phân bổ nguồn lực hiệu quả và tối thiểu hóa rủi ro, và một khuôn khổ tích hợp hay phụ thuộc lẫn nhau.

Lợi tức tài chính cao hơn tạo ra các cơ cấu tiết kiệm và thu nhập thay đổi và các ảnh hưởng thay thế. Tuy nhiên, trong thực tế vai trò của trung gian tài chính thay đổi theo “chất lượng” của chúng. Trung gian tài chính có “chất lượng” cao hơn là những nhà sản xuất sản phẩm và thông tin tài chính tối thiểu hóa chi phí giao dịch, và ảnh hưởng thuận lợi đến năng suất và tăng trưởng kinh tế. “Chất lượng” hay hiệu quả của trung gian tài chính có thể được thấy dưới hình thức khả năng gia tăng sự đổi mới sản phẩm và giảm bớt chi phí giao dịch (bao gồm chi phí thông tin) của trung gian tài chính đó. Hầu như không có nghiên cứu thực nghiệm nào khảo sát về những mối quan hệ này.

Về phương diện lịch sử, liệu đã có một vai trò quan trọng của trung gian tài chính ở các nước công nghiệp không? Rousseau và Wachtel (1998) đã thực hiện một nghiên cứu thực nghiệm về 5 quốc gia đã công nghiệp hóa là Mỹ, Anh, Canada, Na Uy và Thụy Điển trong giai đoạn 1870-1929. Họ theo dõi vai trò quan trọng của trung gian tài chính trong sự chuyển dịch công nghiệp nhanh chóng tại các nước này. Tuy nhiên, họ định nghĩa trung gian tài chính theo nghĩa khá hẹp,

như là các cá nhân và thể chế gây quỹ để cho vay từ các đơn vị dư thừa vốn và phân bổ các ngân quỹ này cho các đơn vị thiếu vốn, những đơn vị họ giả định mà đang mắc nợ.

### Các phân tích thực nghiệm

Các nhân tố liên kết trung gian tài chính và tăng trưởng kinh tế vẫn là các khía cạnh quan trọng cho phân tích thực nghiệm. Trong nghiên cứu của Beck và các đồng tác giả (2000), tín dụng tư nhân được xử lý như là một biện pháp chung cho sự phát triển trung gian tài chính. Nó bao gồm tất cả các thể chế tài chính, không chỉ là các ngân hàng tiền gửi. Nghiên cứu này lưu ý rằng: a) Sự tương quan giữa tín dụng tư nhân từ các thể chế phi ngân hàng và GDP thực bình quân đầu người trong giai đoạn 1960-95 là 60%; và b) Tương quan giữa tín dụng phi ngân hàng cho khu vực tư nhân và tăng trưởng kinh tế là 30%. Beck và các đồng tác giả (2000) tìm thấy rằng con đường dẫn đến tăng trưởng kinh tế không đơn thuần chỉ là thông qua việc cải thiện vai trò của trung gian tài chính liên quan đến tích lũy vốn vật chất và tiết kiệm, mà còn thông qua sự cải thiện sự tăng trưởng của “tổng năng suất các yếu tố sản xuất (TFP)”. Nghiên cứu này ủng hộ cho quan điểm cổ điển, thường được xem như quan điểm theo trường phái Schumpeter, rằng mức phát triển trung gian tài chính tác động đến tốc độ tăng trưởng kinh tế qua việc ảnh hưởng đến nhịp độ thay đổi năng suất và công nghệ. Nghiên cứu của họ sử dụng các quan sát và phân tích hồi qui cho 63 nước trong giai đoạn 1960-95, và định nghĩa cách đo lường sự phát triển của trung gian tài chính theo tỷ lệ của tín dụng từ trung gian tài chính cho khu vực tư nhân so với GDP.

Ngay cả sau khi tính toán đến vai trò và sự đóng góp của vốn vật chất và con người, thì một phần đáng kể của tốc độ tăng trưởng kinh tế thường được tính bằng một số dư, thường được mô tả là TFP. Các nghiên cứu thực nghiệm quan trọng (ví dụ, xem Easterly và Levine, 2001) nói lên vai trò của các nhân tố ngoài vốn trong việc thúc đẩy tốc độ tăng trưởng kinh tế. Người ta đã quan sát thấy rằng tất cả các nhân tố sản xuất đều chảy về các khu vực giàu có nhất. Điều này nói lên rằng các khu vực giàu có đạt được sự tiến bộ kinh tế của mình do “tiến bộ kỹ thuật” cao, và tổng quát hơn là do mức TFP cao của các khu vực này (mà bao gồm cả vai trò của các thể chế và tổ chức) hơn là bản thân vốn nhiều. Chỉ riêng sự tích lũy vốn không thể đóng góp cho tăng trưởng kinh tế bền vững qua một khoảng thời gian dài nhưng TFP lại cho phép tăng trưởng kinh tế trên nền tảng bền vững. Vai trò của tài chính phát triển là rằng nó có thể đóng góp cho cả tăng trưởng kinh tế lẫn TFP.

Một nghiên cứu quan trọng của Odedokun (1996) bao gồm phân tích về 71 quốc gia kém phát triển hơn trong giai đoạn từ thập niên 1960 đến thập niên 1980. Dựa vào các phương pháp hồi qui thống kê (phương trình hồi qui được trình bày dưới đây), các kết luận cho thấy:

- Tại khoảng 85% các nước, trung gian tài chính có đóng góp quan trọng cho tăng trưởng kinh tế;
- Đóng góp của trung gian tài chính cho tăng trưởng kinh tế là quan trọng hơn tại các nước đang phát triển so với các nước phát triển; và
- Đóng góp tương đối là có cùng độ lớn như đóng góp của xuất khẩu gia tăng hay tăng trưởng của tích lũy vốn.

Như vậy, ở tất cả các khu vực trên thế giới các trung gian tài chính đều có ảnh hưởng thúc đẩy tăng trưởng.

Phương trình hồi qui sau đây đã được sử dụng trong nghiên cứu trên; sử dụng khái niệm  $Y$  là tổng sản lượng hay GDP,  $X$  là xuất khẩu,  $F$  cho việc đo lường mức phát triển tài chính,  $I$  là tổng đầu tư thực,  $L$  là lực lượng lao động, và  $u$  là sai số:

$$(d/dt)(Y) = k + a(d/dt)(L) + b(I/Y) + c(d/dt)(F) + e(d/dt)(X) + u$$

Trong đó  $k$  là tung độ gốc ( $a$  là hằng số),  $a$ ,  $b$ ,  $c$  và  $e$  là những hệ số tương ứng cho ước lượng thực nghiệm.

Tuy vậy, một số yếu tố của tương quan giữa  $F$ , mức phát triển tài chính và  $X$ , xuất khẩu không thể hoàn toàn được loại trừ.

Bằng cách này mà thương mại quốc tế hay tự do hóa thương mại tác động đến sự phát triển của thị trường tài chính và tăng trưởng kinh tế? Kênh chính mà qua đó tự do hóa tài chính tác động đến tăng trưởng kinh tế là thông qua ảnh hưởng tích cực của nó đến sự tăng trưởng của đầu tư, theo một trong các nghiên cứu thực nghiệm của Levine và Renelt (1992). Ngoài ra, thương mại quốc tế đóng một vai trò quan trọng trong việc tạo ra khả năng tiếp cận lớn hơn đến các thị trường vốn quốc tế, và vì vậy cũng ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế (để biết phân tích chi tiết, hãy xem Lane, 2001). Điều này làm nổi lên vấn đề về vai trò của các ảnh hưởng nội sinh và ngoại sinh.

Một mô hình do Greenwood và Jovanovic (1990) phát triển đề xuất rằng cả mức độ trung gian hóa tài chính lẫn tốc độ tăng trưởng kinh tế được xác định là nội sinh. Trung gian tài chính thúc đẩy tăng trưởng vì nó cho phép việc tạo ra lợi tức vốn cao hơn, và tăng trưởng đến lượt nó hỗ trợ cho các cơ sở hạ tầng lớn hơn cho việc quản lý vốn. Tuy nhiên người ta có thể kỳ vọng vào sự mở rộng chênh lệch kinh tế trong quá trình này. Các chính sách can thiệp phát triển tinh táo có thể làm giảm bớt vấn đề chênh lệch kinh tế để tạo ra “tác động lan tỏa lớn hơn” của tăng trưởng đến những khu vực dễ tổn thương nhất của xã hội. Beck và các đồng tác giả (2000) cũng tìm thấy rằng sự phát triển của khu vực tài chính có quan hệ đáng kể với tăng trưởng kinh tế nhanh hơn. Tuy nhiên, để cho trung gian tài chính có thể phát triển, dân chúng phải tín nhiệm các bên thứ ba, những người mà họ gửi tiền đến để các tổ chức này tiếp tục cho vay đối với các khoản đầu tư thêm nữa (Keefer và Shirley, 2000). Ví dụ, những người gửi tiền tại ngân hàng kỳ vọng các thể chế này có thể tuân thủ các thỏa ước ngầm, ngoài các khế ước công khai, nếu có.

### Hướng đến một mô hình chính thức

Tốc độ tăng trưởng kinh tế  $g$  là một hàm số của tiết kiệm, đầu tư, công nghệ sản xuất, và tính hiệu quả của việc sử dụng nguồn lực trong số nhiều yếu tố khác nữa. Tổng sản lượng dưới dạng đơn giản nhất được mô tả như sau. Cho  $Y$  là ký hiệu của tổng sản lượng hay GDP thực,  $K$  là dự trữ vốn,  $e$  là tiến bộ kỹ thuật, và  $q$  là chất lượng đánh giá được của trung gian tài chính (bao gồm vai trò của chi phí giao dịch), và  $F$  là một hàm được định nghĩa một cách phù hợp như sau:

$$\begin{aligned} Y &= F(e, q, K) \\ g &= dY/dt \\ &= d/dt [F(e, q, K)] \end{aligned}$$

Biểu thức trên cho thấy mối quan hệ lẫn nhau giữa tăng trưởng kinh tế và những thay đổi động của  $e$ ,  $q$  và sự tích lũy vốn. Các nghiên cứu thực nghiệm có hệ thống cụ thể được trông đợi là mang lại các ước lượng có liên quan về các nhân tố trên và cung cấp cái nhìn thấu đáo về những đóng góp cụ thể của trung gian tài chính và các nhập lượng khác đối với tham số tăng trưởng kinh tế  $g$ .

Vai trò của các hệ thống tài chính, bao gồm trung gian tài chính cần được nghiên cứu theo các đặc trưng chủ yếu của chúng và những đặc điểm mà tạo điều kiện cho tăng trưởng kinh tế. Đó là trọng tâm của phần dưới đây.

## 2.4 Phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế

Các đặc trưng có liên quan của phát triển tài chính bao gồm

1. Sự hình thành và hoạt động của các thể chế tài chính (bao gồm trung gian tài chính) mà làm gia tăng hiệu quả và giảm thiểu chi phí giao dịch, nghĩa là phát triển tài chính được tạo điều kiện thuận lợi khi các mục tiêu của trung gian tài chính bao gồm: tối thiểu hóa chi phí giao dịch, và tối đa hóa sự phân bổ lợi tức vốn; và
2. Cung cấp các dịch vụ tài chính gần mức tối ưu cho tất cả các ngành/khu vực của nền kinh tế và tất cả các lĩnh vực của xã hội.

Tuy nhiên, một chỉ số lượng hóa của phát triển tài chính phù hợp với đặc trưng chuẩn hóa này cần phải được phát triển.

Phát triển tài chính và sự hình thành cơ sở hạ tầng liên quan đến trung gian tài chính tạo điều kiện cho việc giảm thiểu những sự bất cân xứng về thông tin, nghĩa là, xác định cung và cầu nguồn lực giữa nhà đầu tư và người đi vay, và vì vậy gia tăng lợi suất thực của vốn và năng suất kinh tế. Các công ty mà phụ thuộc nhiều hơn vào vốn bên ngoài hơn là vốn nội bộ (ở cấp độ công ty) thường là những đơn vị hưởng lợi nhiều nhất từ trung gian tài chính và sự phát triển tài chính. Khi không có trung gian tài chính mà làm giảm đi sự bất cân xứng về thông tin thì chi phí ủy quyền – tác nghiệp làm gia tăng chi phí vay mượn từ bên ngoài.

Vai trò của trung gian tài chính và phát triển tài chính có thể được tóm lược như sau: sự huy động và thu hút tiền tiết kiệm cho đầu tư (bao gồm đổi mới và phát triển doanh nghiệp, sự hình thành kỹ năng), và sự phân bổ vốn cho các dự án có lợi tức kỳ vọng cao hơn, như vậy khuyến khích năng suất cao hơn.

Mặc dù mọi cấu phần của phát triển tài chính có thể không làm giảm được chi phí giao dịch có liên quan, thì các mức phát triển tài chính vượt quá một ngưỡng có thể đóng góp vào sự giảm thiểu chi phí giao dịch trong hệ thống tài chính, thúc đẩy đổi mới sản phẩm tài chính và gia tăng tăng trưởng kinh tế (để biết về một số cách thức phân tích, xem Pagano, 1993).

Đóng góp tích cực mà hệ thống tài chính có thể thực hiện đối với quá trình phát triển kinh tế phụ thuộc vào việc thiết kế và vận hành hệ thống tài chính, trong số nhiều yếu tố khác nữa, như Hermes và Lenskink (2000, trang 509) đã lập luận. Việc chọn lựa cơ cấu mang tính tổ chức và thể chế cụ thể cũng tạo ra một tập hợp mong muốn các chức năng quản lý và giám sát của chính phủ hay các tổ chức công cộng. Tuy nhiên, một hệ thống tài chính tự bản thân nó không thể tạo ra tăng trưởng và phát triển kinh tế. Nhiều khía cạnh của sự hiệu quả vận hành được đòi hỏi để nhằm sử dụng vốn một cách hiệu quả làm lợi cho xã hội. Vai trò của bảo hiểm tiền gửi và quản lý rủi ro tài chính ở các cấp trung gian tài chính khác nhau là một trong những yêu cầu đó. Ngoài ra, vai trò của thông tin bất cân xứng (AI) vẫn luôn tồn tại, theo hình thức đã thay đổi, ngay cả với các thể chế tài chính vận hành hữu hiệu (xem Hộp 2.1 để biết về tóm tắt mang tính phân tích về sự hình thành kỳ vọng của vai trò khi thông tin bất cân xứng một cách điển hình biểu thị đặc trưng của nền tảng quá trình thực hiện quyết định kinh tế giữa các thực thể kinh tế). Kinh nghiệm của một số nền kinh tế chuyên đổi cho ta thấy những đặc trưng như vậy. Các vấn đề về rủi ro đạo đức và chọn lựa bất lợi dường như hiện hữu trong nhiều trường hợp.



Như Hermes và Lensink (2000) đã lưu ý, hệ thống ngân hàng tại một số nước bị làm suy yếu bởi di sản của các danh mục nợ xấu hiện hữu từ trước và có các động cơ mạnh mẽ hơn trong việc thực hiện các hành vi rủi ro quá mức (có lẽ do tình trạng tuyệt vọng). Khi không có một nền tảng nguồn lực vững mạnh của chính phủ hay bất cứ cứu cánh cho vay cuối cùng nào khác, sự yếu kém của hệ thống tài chính mở rộng tác động của các ngoại tác tiêu cực đến phần còn lại của hệ thống kinh tế.

### Hộp 2.1: Vai trò của kỳ vọng

Kỳ vọng duy lý (RE), khi mà tính duy lý ở trong quan hệ với các sự kiện được kỳ vọng và quan sát phổ biến, có thể tạo ra những dự đoán thất bại về mong muốn tự hoàn thành ước nguyện nếu những kỳ vọng này được căn cứ trên kinh nghiệm thất bại của quá khứ và sự hoài nghi. Theo định nghĩa, kỳ vọng duy lý được hình thành theo cách thức mà là tương đương kỳ vọng ngẫu nhiên với hành vi của các trạng thái quan sát được với các tham số cụ thể có liên quan. Muth (1961) là một trong những tác giả đầu tiên chính thức hóa hành vi này. McCallum (1980) và nhiều tác giả sau này đã đóng góp cho các ứng dụng của khái niệm kỳ vọng duy lý trong các mô hình ổn định kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên, như Akerlof (1970) đã lập luận, kết quả truyền thống mà hiệu quả kinh tế có thể đạt được với thông tin hoàn hảo nói chung vẫn là một chuyện tưởng tượng.

Khi thông tin được phân phối một cách bất cân xứng giữa các bên khác nhau trong một giao dịch. Có thể không có một cơ chế định giá cân bằng thị trường duy nhất; như là kết quả của đặc trưng này, hiệu quả xã hội không thể đạt được. Như vậy, trong bối cảnh của các thị trường tài chính và thị trường tín dụng, vai trò của trung gian tài chính là nhằm giảm sự bất cân xứng về thông tin và vì vậy tối thiểu hóa chi phí giao dịch. Tính hiệu quả của việc hình thành tín dụng hay các chức năng khác của vốn vì vậy phụ thuộc vào vai trò của trung gian tài chính. Việc ký kết ước tài chính cũng là một phương tiện quan trọng cho việc giảm bớt chi phí giao dịch. Cơ cấu của các kế ước tài chính và việc thực thi chúng ảnh hưởng đến vai trò tối thiểu hóa chi phí giao dịch của trung gian tài chính.

Tốc độ tích lũy vốn và hiệu quả sử dụng vốn được tăng cường bởi sự phát triển của các dịch vụ tài chính (King và Levine, 1993a). Nhiều nghiên cứu thực nghiệm quan trọng đã được thực hiện trong thập niên 1990. Trong số các đặc trưng quan trọng của phát triển tài chính được khảo sát trong một số ít các nghiên cứu về đóng góp của chúng đến tốc độ tăng trưởng là: độ lớn của khu vực trung gian tài chính tương đối so với GDP; vai trò tương đối của các ngân hàng so với ngân hàng trung ương; tỷ lệ của phân bổ tín dụng đến khu vực tư nhân so với GDP; và tỷ phần của tín dụng được phân bổ cho khu vực tư nhân trong tổng tín dụng (King và Levine, 1993a).

Phát triển tài chính đã được đánh giá như là một định tố quan trọng của tăng trưởng kinh tế và những biến đổi của nó giữa các nước. Sự phụ thuộc có thể không phải là tuyến tính và có thể có các mức ngưỡng tùy theo từng nước cụ thể đối với mối liên kết thuận giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế. Để biết thêm chi tiết về những vấn đề này, hãy xem Berthelemy và Varoudakis (1996).

### Các nghiên cứu thực nghiệm

Mặc dù các nghiên cứu thực nghiệm đã thiết lập được mối liên kết thuận và vững chắc giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế (mặc dù không phải phát triển kinh tế trong một số trường hợp), có rất nhiều sự khác biệt hiện hữu tại các nước trong những nhân tố nhân quả và các đóng

góp tương đối của những nhân tố này. Các chính sách kinh tế, và hiệu quả hoạt động của phát triển tài chính giải thích phần lớn cho những khác biệt này. Ngoài ra, chi phí gián tiếp và hậu quả kinh tế của khủng hoảng ngân hàng, mà thỉnh thoảng xuất hiện cũng rất quan trọng. Hơn nữa, luôn có những cái giá phải trả khi tự do hóa tài chính. Trong hầu hết trường hợp, các cải cách thể chế và chính sách đòi hỏi cần có trước khi thực hiện những cải cách tài chính.

Câu hỏi chung rằng liệu phát triển tài chính có tạo ra, hay làm chậm lại, hay kết hợp với tăng trưởng kinh tế đã được khảo sát trong nhiều nghiên cứu thực nghiệm. Người ta quan sát thấy rằng, dựa vào phân tích hồi qui dữ liệu chéo giữa nước (King và Levine, 1993a, trang 717-18):

“các mức phát triển tài chính cao hơn có tương quan một cách mạnh mẽ và có ý nghĩa với các tốc độ tăng trưởng kinh tế nhanh hơn của hiện tại và trong tương lai, sự tích lũy vốn vật chất và những cải thiện về hiệu quả kinh tế.”

Trong một nghiên cứu gần đây (Shan và Morris, 2002), người ta đã kết luận rằng phát triển tài chính tự bản thân nó không nhất thiết tạo ra tăng trưởng kinh tế, ngoại trừ khả dĩ rằng khi mức phát triển tài chính vượt quá một ngưỡng như tại nhiều quốc gia phương Tây. Các nghiên cứu trước đó của Arestis và Demetriades (1997), và Demetriades và Hussein (1996) đã kết luận rằng tương quan thuận giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế tùy vào từng quốc gia cụ thể và có khả năng bị ảnh hưởng bởi những khác biệt trong cơ cấu kinh tế và các đặc trưng thể chế. Mỗi liên kết giữa phát triển tài chính và thương mại quốc tế (xuất khẩu và cán cân thương mại) dường như cũng là một vấn đề có liên quan (xem Beck, 2002, để biết về nghiên cứu thực nghiệm ban đầu).

### **Các vấn đề phương pháp luận**

Trong số các vấn đề về phân tích và phương pháp luận trong nghiên cứu về các cơ chế của thị trường tài chính trong mối quan hệ của chúng với tăng trưởng và phát triển kinh tế là:

- a) Sự đa dạng trong cấu thành của các cơ cấu tài chính khác nhau hiện tại, những khác biệt thỉnh thoảng trong sự quản lý điều hành đối với một nước đã biết và giữa các nước theo thời gian, không cho phép có mối quan hệ đơn giản cho các mục đích ước lượng;
- b) Hầu hết các thể chế hoạt động với nguồn vốn ban đầu hay một số truyền thống tồn tại từ trước và các qui tắc hoạt động ngầm ẩn mà không được phản ánh trong các đánh giá mang tính thể chế chính thức về hoạt động của chúng (ví dụ, vai trò của thiện chí, danh tiếng, và sự tin tưởng của người tiêu dùng, có hay không có bất cứ hình thức bảo hiểm tiền gửi nào);
- c) Cấu thành và vai trò của các ngân hàng, công ty bảo hiểm, thị trường chứng khoán và các trung gian tài chính khác; mức độ tương đối của sở hữu tư nhân và bản chất của sự kiểm soát tư nhân và công cộng đối với những thể chế này; và
- d) Các chính sách kinh tế vĩ mô liên quan đến độ mở cửa và khả năng tiếp cận đến nguồn tài chính bên ngoài, và vai trò của viện trợ quốc tế và dòng tín dụng tại một số nước đang phát triển.

Ở mức phương pháp luận chung thì kết luận sau đây của một trong những người sáng lập lý thuyết tăng trưởng kinh tế tân cổ điển phải được lưu ý. Lý thuyết tăng trưởng ban đầu được xem như một sự thực hiện theo mô hình của một quốc gia công nghiệp, và có lẽ không sẵn sàng mở rộng việc áp dụng cho các nền kinh tế kém phát triển hay tiền tệ hóa một phần. Solow (2001) bộc lộ sự nghi ngờ rằng liệu việc sử dụng các hàm hồi qui dữ liệu chéo liên quan đến nước khác nhau với sự phát triển thể chế khác nhau có thể tạo ra các kết quả so sánh được có ý nghĩa hay không,

và ông ta đề xuất rằng “các nghiên cứu so sánh nên tập trung ít hơn vào tốc độ tăng trưởng và nhiều hơn vào việc so sánh và hiểu biết toàn bộ lộ trình của sự tăng trưởng.” (Solow, 2001, trang 288). Hầu hết các nghiên cứu thực nghiệm được xuất bản trong các lĩnh vực có liên quan lẫn nhau của phát triển tài chính, tăng trưởng kinh tế, và phát triển kinh tế cần được xem xét theo hướng này.

### **Tăng trưởng nội sinh**

Theo cách tiếp cận tăng trưởng nội sinh, tăng trưởng kinh tế xảy ra ngay cả khi không có các nhân tố bên ngoài, qua đó tác động làm tăng năng suất kinh tế - do lợi tức tăng dần theo qui mô thúc đẩy tăng trưởng kinh tế (Romer, 1986). Sự tăng trưởng này xảy ra do nguồn vốn nhân lực được tăng cường hay các nguồn cơ sở hạ tầng khác được cung cấp vượt quá một ngưỡng quan trọng. Tuy nhiên, một số trong những hiện tượng này có thể được xem như là các ngoại tác tích cực. Các mô hình tăng trưởng nội sinh mới nhằm giải thích vai trò của các chính sách chính phủ hay việc cung cấp các nguồn lực khác mà lẽ ra đã có thể duy trì được các ý nghĩa tăng trưởng (Lucas, 1988). Hơn nữa, vai trò của một mức ngưỡng tối thiểu về cơ sở hạ tầng các nguồn lực mà cho phép lợi tức tăng dần và sự xuất hiện của tăng trưởng nội sinh là một lĩnh vực xứng đáng nhận được nhiều sự quan tâm hơn nữa. Nói cách khác, một thực thể phải được cung cấp đầy đủ vốn ngay từ đầu để nhằm có thể tạo ra nhiều lợi tức hơn. Hay, một điều kiện tiên đề cho sự tạo ra những lợi ích như vậy là sự hiện diện của các ngoại tác tích cực trong cấu hình kinh tế và tài chính bên trong một thực thể kinh tế. Điều này rõ ràng được căn cứ vào khả năng của một thể chế tổng hợp ví dụ như nhà nước hay một tập đoàn với các ngoại tác mạng lưới để tạo ra một kịch bản mong muốn.

Vai trò chức năng hay kinh tế vi mô của phát triển tài chính cần được xem xét theo các yếu tố sau:

- Một tinh thần kinh doanh và chấp nhận rủi ro;
- Một nguồn lực tài chính cho thay đổi kỹ thuật, chuyển giao công nghệ và chuyển hóa vốn nhân lực với tiềm năng cho tăng trưởng kinh tế dài hạn;
- Một sự áp dụng thay đổi kỹ thuật vào nội bộ khu vực tài chính nhằm tối thiểu hóa chi phí giao dịch và tăng cường hiệu quả kinh tế; và
- Một sự hội nhập vào nền kinh tế toàn cầu nhằm gia tăng các nguồn lực bổ sung có liên quan cho tăng trưởng kinh tế.

Liệu phát triển tài chính có thể tạo thành một nguồn lợi thế so sánh trong thương mại và tài chính quốc tế không? Rajan và Zingales (1998) đã chỉ ra một khía cạnh quan trọng của kinh tế học thương mại quốc tế mà đã không được thảo luận trong phần lớn lý thuyết có liên quan: sự hiện hữu của một thị trường tài chính phát triển tốt tượng trưng cho một nguồn lợi thế so sánh đối với một quốc gia trong khả năng cạnh tranh của nước này đối với thương mại toàn cầu theo hướng có lợi cho nước này. Điều này có thể còn tạo thành một nguồn lực khác của tăng trưởng kinh tế cho một nước như vậy.

Một vấn đề khác là liệu các ngành công nghiệp mà phụ thuộc nhiều hơn vào tài trợ từ bên ngoài (không nhất thiết là từ nước ngoài) tăng trưởng nhanh hơn tại những nước mà ngay từ lúc đầu đã phát triển hơn về mặt tài chính. Rajan và Zingales (1998) sử dụng dữ liệu cho giai đoạn 1980-1990 và tìm thấy rằng phát triển tài chính có ảnh hưởng kinh tế lớn gần gấp đôi đối với sự tăng trưởng của các công ty so với ảnh hưởng đến kích cỡ công ty. Phát triển tài chính được đo lường theo các chỉ số sau: tổng giá trị vốn trên thị trường chứng khoán, các mức nợ ngân hàng, việc áp

dụng các tiêu chuẩn kế toán thích hợp, và một sự kết hợp các chỉ báo này. Các tác giả này đã nhận xét "...sự phát triển tiên nghiệm của các thị trường tài chính tạo điều kiện thuận lợi cho sự tăng trưởng hậu nghiệm của các ngành phụ thuộc vào tài chính bên ngoài. Điều này có nghĩa là sự liên kết giữa phát triển tài chính và tăng trưởng được xác định ở một nơi nào đó có thể xuất phát ít ra là một phần từ kênh mà lý thuyết đã xác định: thị trường và thể chế tài chính làm giảm bớt chi phí tài chính bên ngoài của các công ty." (Rajan và Zingales, 1998, trang 500-501). Beck và các đồng tác giả (2000) tìm thấy rằng sự phát triển của khu vực tài chính đóng góp và việc gia tăng tăng trưởng kinh tế.

Sẽ hữu ích khi tóm lược phần này như sau:

Phát triển tài chính đóng góp vào tăng trưởng kinh tế trước hết thông qua việc giảm đi chi phí của việc cung cấp vốn, và thứ hai thông qua tinh thần kinh doanh được tăng cường; các nhân tố này thúc đẩy sự đổi mới, và tạo ra một nền tảng cơ sở hạ tầng kinh tế cho việc thúc đẩy thương mại và tài chính quốc tế; cả hai đều là những nguồn lực bổ sung của tăng trưởng kinh tế. Những đặc trưng này đến lượt nó lại hàm ý một sự gia tăng nguồn lực cho phát triển kinh tế. Các nguồn tài chính khác bao gồm các dòng vốn, đặc biệt dưới hình thức đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI). Những dòng này đổ vào những nền kinh tế mà có hay tạo ra được các cơ cấu quản trị hữu hiệu đối với thể chế tài chính và các thể chế khác (đề biệt về phân tích thực nghiệm, hãy xem Gliberman và Shapiro, 2002).

Vai trò và những hạn chế của các dòng vốn trong đóng góp tiềm năng của chúng vào tăng trưởng kinh tế được nghiên cứu trong phần tiếp sau. Vai trò của phát triển tài chính trong quá trình rộng lớn hơn của phát triển kinh tế xứng đáng nhận được sự nghiên cứu kỹ lưỡng hơn nữa. Đây là trọng tâm của phần kế tiếp.

## 2.5 Phát triển tài chính và phát triển kinh tế

Trong những thời kỳ đầu của các phân tích liên quan, các nghiên cứu ứng dụng và khảo sát thực nghiệm của Patrick (1966), Goldsmith (1969) và McKinnon (1973) trong số nhiều tác giả khác đã chứng minh các mối liên kết chặt chẽ giữa phát triển tài chính và phát triển kinh tế tại hầu hết các nước qua nhiều năm. Patrick (1966) kết luận rằng quan hệ nhân quả có chiều hướng từ tăng trưởng tài chính đến tăng trưởng kinh tế như là một mối quan hệ do cung tạo ra trong những thời kỳ đầu của phát triển kinh tế, nhưng hướng của quan hệ nhân quả đó đảo ngược lại trong những giai đoạn phát triển tương đối cao hơn. Tuy vậy, Jung (1986) đã kiểm tra dữ liệu của 19 nước phát triển và 37 nước đang phát triển và tìm thấy quan hệ do cung tạo ra tại tất cả các giai đoạn phát triển. Điều này đã mâu thuẫn với khẳng định của Goldsmith (1969) người đã truy tìm mối quan hệ cho 35 quốc gia trong giai đoạn 1860 đến 1963. Bởi vì số mẫu các nước, thời kỳ phân tích và phương pháp thống kê trong những nghiên cứu này là khác nhau cho nên một kết luận vững chắc có thể không nổi bật lên được. Nhưng sự kết hợp chặt chẽ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế đã không được nghiên cứu.

Những đặc điểm chung của các nước mà đã phát triển trung gian tài chính tốt hơn là gì? Levine và các đồng tác giả (2000) đã thực hiện một nghiên cứu thực nghiệm về tăng trưởng kinh tế và phát triển tài chính cho nhiều nước. Họ kết luận rằng các nước có "trung gian tài chính phát triển tốt hơn" hay trung gian tài chính có chất lượng cao hơn là những nước mà:

- a) Tạo ra ưu tiên lớn hơn cho các nhà đầu tư mà thuộc loại các chủ nợ có đảm bảo;
- b) Có hệ thống pháp luật mà thi hành các thỏa ước mang tính khế ước một cách chặt chẽ; và
- c) Có các tiêu chuẩn kế toán tạo ra sự toàn diện và minh bạch.

Ngân hàng Thế giới trong báo cáo năm 2001 của mình về tài chính phát triển toàn cầu đã nhiều lần khẳng định về vai trò của các thể chế luật pháp trong việc thúc đẩy phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế. Một trong số những đoạn trích có liên quan được trình bày dưới đây:

1. “Các nhà hoạch định chính sách nên xem xét việc cải thiện môi trường pháp lý và chế định hơn là xây dựng một cấu trúc tài chính cụ thể. Điều quan trọng là phải có các quyền đảm bảo đối với các nhà đầu tư bên ngoài và các cơ chế thi hành khế ước hữu hiệu - chủ đề trọng tâm của báo cáo này.” (trang 76).
2. “Các chính sách nhằm thúc đẩy sự phát triển tài chính có khả năng hiệu quả hơn nếu các nỗ lực được hướng đến việc phát triển môi trường pháp luật và định chế nhằm hỗ trợ cho sự tiến triển tự nhiên của cơ cấu tài chính. Sự phát triển của hệ thống tài chính phụ thuộc mạnh vào việc bảo vệ tài sản cá nhân.” (trang 78).
3. “Xây dựng các thể chế tài chính đòi hỏi các nhà hoạch định chính sách phải tập trung vào các yếu tố nền tảng sau đây: quyền sở hữu và việc thi hành các quyền này. Điều này là sự thực với bất kể mức thu nhập nào và bất luận môi trường kinh tế vĩ mô và chính trị của đất nước ra sao.” (trang 79).

Khuôn khổ luật pháp mà theo đó các giao dịch tài chính xảy ra có một ảnh hưởng quan trọng đến mức độ phát triển thị trường tài chính và tăng trưởng kinh tế. Vai trò của quyền của chủ nợ và nhà đầu tư và việc thực thi các quyền này là một đặc trưng quan trọng ảnh hưởng đến các dòng vốn tư nhân bên ngoài. Các khế ước tài chính và việc thi hành các khế ước này vì vậy rất quan trọng đối với việc huy động tài chính bên ngoài. Các thể chế tài chính có xu hướng tìm kiếm “nơi trú ẩn” trong những sự bất ổn được giảm thiểu. Các luật đảm bảo sự minh bạch của các cơ chế giải quyết tranh chấp là một phần của cơ chế an toàn cần thiết này. Hộp 2.2 tóm tắt vai trò của cơ sở hạ tầng pháp luật và thể chế trong việc thu hút và duy trì nguồn tài chính thương mại bên ngoài cho các hoạt động kinh tế.

### **Hộp 2.2: Luật và tài chính bên ngoài**

Pháp quyền được xem là một trong những yếu tố quan trọng của các định tố của tài trợ thương mại bên ngoài (không ưu đãi). Sử dụng đánh giá “luật và thứ bậc” (do tổ chức ICR (International Country Risk) xếp hạng rủi ro quốc gia cung cấp) như là một thước đo pháp quyền, kết hợp với các tham số có liên quan bao gồm tham nhũng, rủi ro bị chiếm đoạt làm của riêng, và sự hiệu quả của hệ thống tòa án, La Porta và các đồng tác giả (1998, trang 1151) đã thực hiện một nghiên cứu thực nghiệm về tài chính doanh nghiệp tại 49 nước. Họ tìm thấy rằng sự bảo vệ của pháp luật đối với quyền cổ đông ảnh hưởng tích cực đến mức độ tập trung quyền sở hữu và ảnh hưởng tiêu cực đối với khả năng tiếp cận đến tài trợ vốn chủ sở hữu. Các tiêu chuẩn kế toán tài chính tốt và các biện pháp bảo vệ cổ đông được tìm thấy có quan hệ chặt chẽ với sự tập trung quyền sở hữu thấp hơn. Quyền sở hữu rõ ràng là sự trả lời đối với loại hình và mức độ đảm bảo pháp luật. Các nước có những biện pháp bảo vệ nhà đầu tư yếu ớt được tìm thấy rằng có các thị trường nợ và vốn chủ sở hữu nhỏ hơn nhiều. Các công cụ tài chính nói chung và chứng khoán nói riêng tự nó không thể thực hiện các quyền pháp luật trong bất cứ hệ thống nào. Việc cung cấp các luật về ký khế ước và thực thi tài chính rộng hơn ảnh hưởng đến chất lượng và hiệu quả của các công cụ này.

Cũng ở một cấp độ thực nghiệm tổng quát hơn, Keefer và Shirley (2000) đã cho thấy rằng việc giảm bớt nhân tố pháp quyền bằng một đơn vị đo lường độ lệch chuẩn (sử

dụng dữ liệu thực nghiệm của tổ chức ICR) có thể tạo ra một sự sụt giảm 2,8% trong tỷ lệ đầu tư tại một nền kinh tế điển hình. Vai trò của tham nhũng cũng tương tự như vậy. Các viên chức tham nhũng không chắc chú ý đủ đến việc bảo vệ các quyền sở hữu, quyền của nhà đầu tư và những việc thi hành khác. Đầu tư và tăng trưởng kinh tế cả hai đều chịu tác động tiêu cực của sự vắng mặt các quyền sở hữu được xác định rõ ràng và cơ sở hạ tầng pháp luật thích hợp hỗ trợ việc thi hành các quyền đó. Các nước thất bại trong việc cung cấp các cơ chế pháp luật thích hợp, bao gồm đảm bảo các quyền sở hữu đã không thành công trong việc khai thác những lợi thế của cái gọi là các cải cách chính sách thân thiện với thị trường.

Đặc biệt là trong khu vực ngân hàng, chỉ có một ít nghiên cứu về các định tố pháp luật đối với sự phát triển của khu vực này. Đáng lưu ý trong số này là nghiên cứu của Levine (1988). Nghiên cứu này khảo sát các mối quan hệ thực nghiệm giữa hệ thống luật pháp và sự phát triển ngân hàng trong giai đoạn 1976-1993 đối với nhiều nước, dựa trên định nghĩa áp dụng về sự phát triển của khu vực ngân hàng như là phần tín dụng được phân bổ bởi các ngân hàng thương mại và các ngân hàng nhận tiền gửi khác cho khu vực tư nhân so với GDP. Kết quả cho thấy rằng các nước có hệ thống pháp luật nhấn mạnh đến quyền của chủ nợ và đảm bảo việc tuân thủ các khế ước đã phát triển các thể chế ngân hàng tốt hơn. Những khác biệt trong quyền của chủ nợ theo pháp luật và tính hiệu quả mà theo đó các hệ thống pháp luật thực thi những quyền này giải thích cho hơn một nửa trong số các quan sát chéo giữa các nước về sự phát triển ngân hàng. Hơn nữa, đặc trưng này của môi trường pháp lý là có tương quan thuận với tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người, tích lũy vốn vật chất và tăng trưởng năng suất.

Vai trò của những nhân tố chính yếu này về quyền của chủ nợ đã được tìm thấy nhằm tạo sự khác biệt trong kết quả: liệu luật pháp của một nước có tạo ra một sự đảm bảo tự động đối với tài sản của một công ty khi đệ đơn thỉnh cầu về việc tái tổ chức (mà qua đó các ngân hàng không thể có được quyền sở hữu các khoản ký quỹ hay giải quyết phá sản công ty nhằm đáp ứng các yêu cầu trả nợ), liệu bản thân công ty hay các đội do tòa án chỉ định nào đó có quản lý công ty trong quá trình tái tổ chức không, và liệu các chủ nợ có đảm bảo có quyền hạn lớn hơn các thực thể khác trong việc phân phối số tiền thu được từ công ty khi có sự giải thể hay không. Vấn đề vừa đề cập sau cùng này chỉ thành hiện thực khi pháp quyền cho phép thực thi các quyền như vậy. Nhân tố này cũng được đưa vào một cách thực nghiệm, dựa trên các đánh giá lượng hóa về rủi ro mà một chính phủ có thể làm giảm bớt các điều khoản khế ước ban đầu và các đánh giá khác của tổ chức ICR. Hơn nữa, như đã được lưu ý trong La Porta và các đồng tác giả (1998), các nước có luật tương tự như luật Anh được tìm thấy là nhấn mạnh đến quyền của chủ nợ ở một mức độ cao hơn so với các nước Pháp, Đức và Scandinavi. Nếu xét về việc thực thi khế ước thì các nước có truyền thống luật pháp Đức và Scandinavi dường như là tốt nhất. Nhìn chung, tầm quan trọng của những cải cách luật pháp tại nhiều nước nhằm đến việc phát triển khu vực ngân hàng và tăng trưởng kinh tế khá rõ ràng.

### **Độ mở cửa về kinh tế vĩ mô**

Vai trò của tự do hóa tài chính, đôi khi được gọi là độ mở kinh tế vĩ mô, là nhằm thúc đẩy các dòng vốn hướng vào các hoạt động sản xuất, và thu hút các dòng vốn từ những thị trường vốn quốc tế. Như vậy, về nguyên tắc thì tự do hóa tài chính có thể tạo ra các khoản đầu tư tăng lên và những gia tăng trong năng suất nhân tố. Tuy nhiên, trong thực tế thì “đơn thuốc” này không có được sự phổ biến toàn cầu. Một số điều quan trọng cần làm sáng tỏ liên quan đến vai trò và những hạn chế của việc tự do hóa kinh tế và tài chính mà cũng được xem như là độ mở của một nền kinh tế có liên quan ở đây. Đó là:

- a) Độ mở tự bản thân nó không phải là một cơ chế đảm bảo tăng trưởng kinh tế trong khi nó thực sự tạo ra sự gia tăng trong rủi ro bội lộ (Rodrik, 1999);
- b) Những sự đảm bảo cần thiết mang tính bổ sung cho phát triển kinh tế bao gồm một chiến lược đầu tư nội địa thích hợp (mà bao gồm việc tạo ra các thỏa ước định chế, gồm cả những thỏa ước giải quyết tranh chấp ở các cấp độ khác nhau) (Rodrik, 1999).

Vai trò của sự tham gia của những người có quyền lợi trong bất cứ quyết định chính sách quan trọng nào, đặc biệt là những quyết định liên quan đến vai trò của những khoản vay mượn vốn lớn từ nguồn bên ngoài (bao gồm các tổ chức đa phương như Ngân hàng Thế giới (WB) và Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF)) vẫn là một nhân tố quan trọng cho việc đảm bảo sự sử dụng hiệu quả các nguồn lực tài chính mà tạo ra các khoản nợ dài hạn. Nếu các dòng nguồn lực bên ngoài làm hạn chế sự huy động nguồn lực quốc tế và tính hiệu quả trong việc sử dụng vốn, thì vai trò của việc huy động nguồn lực quốc tế là một sự thay thế hơn là bổ sung. Một vai trò như vậy sẽ chỉ hàm ý về chi phí tăng thêm cho hệ thống như là hậu quả của độ mở về tự do hóa tài chính như vậy.

Bosworth và Collins (1998) trong nghiên cứu thực nghiệm của mình cho nhiều quốc gia đã nhận xét rằng vay mượn nước ngoài và/hoặc dòng vốn vào có thể không thường xuyên duy trì sau một mức ngưỡng. Một thời kỳ vay mượn không duy trì được chỉ có thể tạo ra sự hoàn trả khoản vay không thể duy trì. Quá trình này đến lượt nó lại tạo ra uy tín tài chính thấp hơn và chi phí vốn cao hơn, khả dĩ qua việc tạo ra một chuỗi các tác động tiêu cực. Vấn đề quan trọng là phải giải đoán được các giới hạn ngưỡng của dòng vào và nợ liên quan đến hiệu suất của các nguồn lực này, và phải nằm bên trong các giới hạn đó.

Việc sử dụng không hiệu quả các dòng vốn vào và/hoặc các dòng vốn vào vượt quá một mức tối ưu, và hành vi bầy đàn của các nhà đầu tư, có thể làm trầm trọng thêm bất kỳ một sự suy sụp nào về bối cảnh kinh tế vĩ mô và tạo ra các mối quan hệ theo số nhân hay phi tuyến tính trong số các dòng nguồn lực tài chính chảy vào và những cuộc khủng hoảng kinh tế vĩ mô. Như vậy, một sự mở cửa hệ thống kinh tế và tài chính cần được quản trị theo một cách thức mà bảo vệ được tính ổn định của nó và khai thác các lợi ích của sự mở cửa trong khi giảm thiểu được chi phí hay rủi ro tiềm tàng.

Vai trò của chi phí thông tin, việc giám sát và các cấu phần khác của chi phí giao dịch là rằng các thị trường vốn phát triển hơn cho phép sự phát triển nội sinh của những thị trường hữu hiệu của các công cụ tài chính, bao gồm các công cụ nợ và vốn chủ sở hữu. Trong một khuôn khổ phát triển như vậy, các thị trường nợ và vốn chủ sở hữu vận hành như là những sự bổ sung hơn là thay thế (để biết thêm chi tiết về hướng nghiên cứu này, hãy xem Boyd và Smith, 1996).

## 2.5 Các nhận xét kết luận

Các thể chế tài chính (gồm cả các trung gian tài chính) đã nổi lên như là một phương tiện tạo điều kiện thuận lợi cho các giao dịch tài chính. Chi phí của những giao dịch này, bao gồm chi phí thông tin, chi phí khế ước và thi hành và các yếu tố liên quan khác trong việc thiết kế và thực thi các giao dịch hợp pháp, quyết định các chọn lựa về những thành phần định chế.

Trung gian tài chính có tiềm năng giảm thiểu chi phí tìm kiếm và xử lý các thông tin tài chính liên quan đến việc thực hiện quyết định và trao đổi giao dịch. Ngoài ra, các mạng lưới trung gian tài chính làm giảm chi phí giao dịch một cách trực tiếp thông qua các ngoại tác mạng lưới. Các trung gian tài chính này làm tăng phúc lợi người tiêu dùng khi tiếp cận được tới công chúng, vì vậy làm gia tăng tiết kiệm, tăng trưởng nội sinh, và giảm bớt các đặc trưng độc quyền của các giao dịch tín dụng (để biết chi tiết hãy xem Amable và Chatelain, 2001). Vai trò của trung gian tài chính trong việc giảm các mức phí kinh tế của thanh khoản trong hệ thống hộ gia đình thúc

đẩy tăng trưởng kinh tế với sự huy động vốn tốt hơn cho việc sử dụng hiệu quả. Việc mở rộng tối ưu của trung gian tài chính cũng có thể làm giảm tổn thất phúc lợi mà tạo ra từ sự cạnh tranh không hoàn hảo trong khu vực ngân hàng và các khu vực liên quan khác.

Các nguồn lực, công cụ, thị trường và thể chế tài chính đóng góp vào việc giảm bớt chi phí giao dịch và nâng cao hiệu quả sử dụng nguồn lực cả trong ngắn hạn lẫn trong dài hạn. Các chức năng của hệ thống tài chính bao gồm việc đối chiếu so sánh và xử lý các thông tin có liên quan, tạo điều kiện thuận lợi cho giao dịch, quản lý rủi ro, mua bán rủi ro như là một nhân tố của quản lý rủi ro, phân bổ vốn, huy động và hướng dẫn các nguồn lực (tiết kiệm từ kinh tế nội địa và các nguồn lực tài chính bên ngoài) và cho phép ký kết và thực hiện các khế ước tài chính. Không chức năng nào trong số những chức năng trên có thể tự đạt được hay thực hiện được theo bất cứ ý nghĩa tự động nào.

Phát triển tài chính đóng góp cho tăng trưởng kinh tế chủ yếu thông qua:

- a) Giảm bớt chi phí cung cấp vốn, và
- b) Tinh thần kinh doanh được tăng cường

Cả hai nhân tố này thúc đẩy sự đổi mới, và tạo ra một nền tảng cơ sở hạ tầng kinh tế cho việc thúc đẩy thương mại và tài chính quốc tế. Những yếu tố này cấu thành nên các nguồn bổ sung cho tăng trưởng kinh tế là tăng thêm nguồn lực cho phát triển kinh tế.

Các nguồn tài chính khác bao gồm các dòng vốn vào, đặc biệt dưới hình thức FDI. Những dòng này đổ vào các nền kinh tế mà có hay tạo ra được các cơ cấu quản trị hữu hiệu đối với thể chế tài chính và các thể chế khác.

Vai trò của cơ sở hạ tầng pháp lý và cơ sở hạ tầng thể chế khác là hết sức quan trọng cho việc vận hành hiệu quả của hệ thống. Vai trò của chính phủ trong việc cung cấp các chính sách kinh tế vĩ mô mà có lợi cho hiệu suất của các thể chế tài chính trong khi vẫn cân bằng được lợi ích của xã hội nói chung theo ý nghĩa tối đa hóa phúc lợi xã hội cũng là những yêu cầu quan trọng mà cho phép tăng trưởng và phát triển kinh tế hữu hiệu.

### **Câu hỏi ôn tập**

1. Các điều kiện tiền đề của trung gian tài chính nhằm cải thiện chất lượng của chúng, và đóng góp cho tăng trưởng kinh tế là gì?
2. Giải thích các khái niệm và mối quan hệ giữa chúng:
  - a) Các trung gian tài chính và sự phát triển tài chính
  - b) Tăng trưởng kinh tế và phát triển kinh tế; và
  - c) Phát triển tài chính và phát triển kinh tế
3. a) Giải thích các vấn đề ngoại tác của dòng vốn  
b) Các biện pháp thận trọng nào là hữu ích cho việc giảm thiểu các ngoại tác tiêu cực? Khảo sát các biện pháp này theo chi phí tối thiểu trong ngắn hạn và dài hạn, sử dụng chi phí mà bao gồm chi phí giao dịch có liên quan.
4. Tại sao một sự giải thích của lý thuyết tăng trưởng nội sinh về tăng trưởng kinh tế có liên quan đến sự phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế?
5. Bằng cách nào mà trung gian tài chính đóng góp cho: a) gia tăng TFP; và b) giảm chi phí giao dịch?



6. Các chức năng cụ thể nào của chính phủ đóng góp vào việc tăng cường tính hiệu quả của trung gian tài chính?
7. Vai trò tích cực của sự mở cửa kinh tế vĩ mô trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế là thế nào? Đây là những hạn chế chủ yếu của việc mở rộng sự mở cửa vượt quá các giới hạn ngưỡng quan trọng? Các nhân tố thể chế và kinh tế quyết định các giới hạn này là gì?