

TÀI CHÍNH CHO CÁC NƯỚC ĐANG PHÁT TRIỂN
Richard L. Kitchen
John Wiley & Sons, 1995

Chương 3

**TÁC ĐỘNG CỦA HỆ THỐNG TÀI CHÍNH NỘI ĐỊA
ĐỐI VỚI PHÁT TRIỂN KINH TẾ**

Chương này được chia làm hai phần. Phần đầu đi vào thảo luận về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và phát triển kinh tế. Đây là một chủ đề đã được nhắc tới nhiều trong vòng 25 năm qua, chủ yếu do ảnh hưởng của các công trình nghiên cứu của Gurley và Shaw (1960) và Goldsmith (1969). Phần thứ hai thảo luận về lý thuyết áp chế tài chính (financial repression), được McKinnon và Shaw phát triển một cách độc lập. Các nghiên cứu này bắt nguồn từ những nghiên cứu từ trước về phát triển tài chính và kinh tế. Lý thuyết áp chế tài chính lại làm nảy sinh hàng loạt các nghiên cứu kinh tế lượng về quan hệ giữa tiết kiệm, đầu tư với tăng trưởng và giữa tiết kiệm, đầu tư với lãi suất, lạm phát. Kết quả của các công trình nghiên cứu này được thảo luận ở cuối chương.

1. VAI TRÒ CỦA HỆ THỐNG TÀI CHÍNH

(a) Tại sao tài chính lại quan trọng?

Một hệ thống tài chính phát triển đầy đủ thường bao gồm nhiều loại tổ chức, công cụ và thị trường tài chính khác nhau như chúng ta thường thấy tại các nước công nghiệp phát triển ở phương Tây. Tất nhiên, đây không phải là một hệ thống mang tính chất tĩnh, mà ngược lại, là hệ thống thay đổi liên tục với sự ra đời của các loại tổ chức và công cụ tài chính mới. Tuy nhiên, hệ thống tài chính tại hầu hết các nước đang phát triển có trình độ phát triển thấp hơn, với ít loại hình tổ chức và công cụ tài chính hơn cũng như có qui mô nhỏ hơn so với qui mô của nền kinh tế. Nhưng liệu đó có phải là điều quan trọng? Liệu hệ thống tài chính có đóng một vai trò quan trọng trong quá trình tăng trưởng kinh tế của một quốc gia hay không? Nếu có thì tại sao và vai trò đó là như thế nào? Đó chính là những câu hỏi mà chương viết này sẽ đi vào thảo luận trong phần đầu. Sau đó, chúng ta sẽ xem xét tới các mối quan hệ tài chính vĩ mô cơ bản trong một nền kinh tế thông qua lý thuyết áp chế tài chính.

Quan điểm “phát triển” về hệ thống tài chính (development hypothesis) – mà còn được gọi là quan điểm “tự do mới” coi hệ thống tài chính có một tầm quan trọng đáng kể đối với phát triển kinh tế. Những người theo quan điểm này cho rằng việc không có một hệ thống tài chính phát triển làm hạn chế tăng trưởng kinh tế và do vậy, chính sách nhà nước phải hướng tới khuyến khích sự tăng trưởng của hệ thống tài chính. Quan điểm ngược lại (và có lẽ là quan điểm tương đối cực đoan) thì lại cho rằng hệ thống tài chính chỉ có một vai trò rất nhỏ trong quá trình phát triển của các khu vực sản xuất và rằng hệ thống tài chính chẳng qua chỉ là tạo ra các cơ hội cho

khu vực tư nhân kiếm được lợi nhuận hoặc chịu thua lỗ. Quan điểm “sòng bạc” (casino hypothesis) này về hệ thống tài chính cho rằng nhà nước hoàn toàn có thể không cần chú ý tới hệ thống tài chính hoặc thậm chí còn có thể coi đó là có hại cho tăng trưởng và phân phối thu nhập, và vì vậy cần kiểm chế hoặc quốc hữu hóa.

Quan điểm “phát triển” coi hệ thống tài chính như là một phương tiện để đi tới một mục đích và mục đích đó chính là phát triển kinh tế. Phát triển kinh tế lại có nghĩa là đạt được sự kết hợp thỏa đáng giữa tăng trưởng và phân phối thu nhập đầu người. Nếu không đạt được mục tiêu này thì hệ thống tài chính không thể tạo ra một tác động tích cực ròng nào. Trong trường hợp xấu nhất, hệ thống tài chính còn gây ra tình trạng sử dụng nguồn lực không hợp lý, dẫn tới lạm phát và tình trạng vay nợ chồng chất mà không tạo ra được phương tiện trả nợ, gây khủng hoảng và sụp đổ kinh tế. Điều này đúng với cả việc sử dụng tài chính trong nước lẫn nước ngoài. Trong những điều kiện như vậy, tài chính trở thành một gánh nặng làm hạn chế tăng trưởng kinh tế, hoặc thậm chí trở thành một loại chi phí làm giảm bớt thu nhập quốc gia. Một điều đáng buồn, nhưng rất đúng với thực tế là phần lớn các khoản vay ngoại biên của các nước đang phát triển trong những năm 1970 đã không được sử dụng có hiệu quả, và tại một số nước, nghĩa vụ trả nợ phát sinh từ việc đi vay đó đã dẫn tới việc nguồn lực quốc gia bị tổn thất. Do hậu quả của việc sử dụng tài chính là mang tính không chắc chắn, nên việc huy động và sử dụng tài chính của các quốc gia phải chịu một mức độ rủi ro nhất định.

Mặc dù mang tính rủi ro như vậy, quan điểm phát triển coi hệ thống tài chính như là một đầu vào cần thiết cho quá trình phát triển và do vậy, là một loại rủi ro cần phải chấp nhận. Phải mất một thời gian tương đối dài các nhà kinh tế phát triển mới nhận thức được vai trò quan trọng của tài chính trong quá trình phát triển.

Tuy nhiên, việc có đủ tài chính và sử dụng có hiệu quả nguồn tài chính chưa phải là đủ cho tăng trưởng kinh tế. Trái lại, chúng ta chỉ nên xem đó như là một trong số các đầu vào cần thiết cho tăng trưởng kinh tế, ví dụ như: nguồn tài nguyên thiên nhiên, lao động, thị trường, trình độ quản lý, công nghệ và năng lực kinh doanh. Có một số tác giả, ngay cả trong thời gian gần đây, chỉ trao cho tài chính một vai trò hỗ trợ. Có lẽ sẽ chính xác hơn nếu chúng ta xếp tài chính ngang hàng với các đầu vào quan trọng khác.

Kết luận trên đây xem ra là phù hợp với suy nghĩ thông thường của chúng ta, nhưng trên thực tế thì cho tới nay cũng chưa có nhiều công trình nghiên cứu về vai trò của các tổ chức và công cụ tài chính trong quá trình phát triển. Trên cơ sở của các kết quả nghiên cứu có được, chúng ta không thể trả lời một cách xác đáng câu hỏi: ‘Sự phát triển của khu vực tài chính có những đóng góp gì cho quá trình phát triển kinh tế của một quốc gia?’ hay ‘Nếu không có phát triển tài chính thì có thể có phát triển kinh tế được không?’ hay ‘Liệu phát triển tài chính có dẫn tới phát triển kinh tế hay không?’ hay ‘Loại hình phát triển tài chính nào là có lợi cho phát triển kinh tế?’ Cũng đã có nhiều công trình nghiên cứu về vai trò của tài chính nước ngoài đối với phát triển kinh tế, song ngay cả trong lĩnh vực này, kết quả nghiên cứu cũng chưa cho phép có được kết luận xác đáng và hiện vẫn có những quan điểm trái ngược nhau về tầm quan trọng của tài chính từ bên ngoài. Nội dung này sẽ được đề cập tới trong Chương 7.

Về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và phát triển kinh tế, các tác giả hàng đầu chuyên nghiên cứu về vấn đề này dường như đã đạt được một sự nhất trí vào giữa thập niên 70. Đó là phát triển tài chính có vai trò quan trọng và sẽ đưa tới sự phát triển kinh tế (Patric, 1966; Porter, 1966; Gurley và Shaw, 1955, 1960, 1967; Goldsmith, 1969, Hooley, 1963, Khatkhate, 1972, 1982a, b; McKinnon, 1973; Shaw, 1973; Bhatia và Khatkhate, 1975, Galbis, 1977 và Drake, 1980). Những kết quả nghiên cứu đó còn được hỗ trợ bởi công trình nghiên cứu quan trọng của Gupta (1984). Tuy nhiên, người ta cũng có thể tranh luận theo một mối quan hệ nhân quả ngược

lại, tức là tăng trưởng kinh tế sẽ thúc đẩy sự phát triển của khu vực tài chính.

Quan điểm này, tức là phát triển tài chính là kết quả chứ không phải là nguyên nhân của phát triển kinh tế cũng đã được nhiều tác giả nghiên cứu ủng hộ, tuy chỉ là số ít. Ví dụ, Woolmer (1977, tr. 286) đã có kết luận như sau về trường hợp của Nigeria:

Nhìn chung, cho tới năm 1971, hệ thống tài chính đã theo sau, chứ không phải là dẫn dắt phát triển kinh tế. Độc lập chính trị và việc thành lập ngân hàng trung ương đã không làm thay đổi căn bản kiểu hình này. Các xu hướng chủ đạo trong phát triển kinh tế được quyết định bởi nguồn lợi trên thị trường xuất khẩu, nguồn vốn từ bên ngoài vào, chính sách ngân sách và các sự kiện chính trị. Trong bối cảnh có các yếu tố tác động như vậy, hệ thống tài chính chỉ đóng một vai trò hỗ trợ.

Một số các tác giả khác, trong đó có Goldsmith (1973, tr. 73) lại có một cái nhìn mang tính trung hòa giữa hai quan điểm, và thừa nhận rằng:

không những phát triển kinh tế và tài chính đi đôi với nhau . . . mà thượng tầng kiến trúc tài chính còn có một sự tác động đáng kể tới hạ tầng cơ sở thực tế theo hướng thúc đẩy tăng trưởng sản phẩm và của cải quốc gia, mặc dù khi làm như vậy nó có thể gây ra những vấn đề về bất cân đối trong xã hội. . . Chưa có được bằng chứng hoặc thậm chí một sự giả định rõ ràng về tác động tích cực của phát triển tài chính đối với quá trình tăng trưởng kinh tế.

(b) Các quan điểm tranh luận trên lý thuyết

Cốt lõi của mọi quan điểm tranh luận chính là mối quan hệ giữa người tiết kiệm (savers) và người đầu tư (investors). Ở giác độ đơn giản nhất, trong một nền kinh tế hoàn toàn kém phát triển, sẽ không có sự chuyển dịch tiết kiệm từ cá nhân này sang cá nhân khác, và phương thức đầu tư duy nhất có thể có là đầu tư từ tiết kiệm của chính mình. Trên thực tế, điều này có nghĩa là nhiều người mong được đầu tư lại không thể đầu tư. Như vậy, các nguồn lực có thể đầu tư đã không được sử dụng một cách hiệu quả, và những người không có nhu cầu đầu tư lại không được khuyến khích tiết kiệm.

Việc chuyển dịch tiết kiệm sang người đầu tư có thể được thực hiện một cách trực tiếp thông qua hình thức cho vay cá nhân, hoặc bằng cách giữ cổ phần trong dự án của người đầu tư. Hoặc, việc chuyển dịch đó có thể được thực hiện một cách gián tiếp thông qua một tổ chức trung gian tài chính. Để có hiệu quả, các tổ chức trung gian tài chính này phải hấp dẫn đối với cả người tiết kiệm lẫn người đầu tư, cụ thể, các tổ chức này phải:

- khuyến khích tiết kiệm;
- tăng mức đầu tư;
- tăng hiệu quả đầu tư.

Người tiết kiệm giờ đây sẽ thấy rằng họ có khả năng tham gia đầu tư tài chính và việc đó sẽ mang lại cho họ một mức sinh lợi tốt hơn hình thức tiêu dùng hoặc đầu tư trực tiếp. Thứ hai, những người có nhu cầu đầu tư sẽ có khả năng tiếp cận với nguồn vốn của mình, do vậy, làm tăng khoản vốn cần có cho đầu tư. Thứ ba, sự phát triển của các thị trường công cụ tiền tệ và tài chính sẽ có tác dụng hướng tiền vốn vào các khoản đầu tư có lợi hơn. Tác động thứ nhất và thứ ba đã được mô tả như là sự phân công lao động, (a) giữa người tiết kiệm và người đầu tư, và (b) trong quá trình trung gian tài chính. Điều này đưa ra để giải thích cho tỷ trọng ngày càng tăng của tài chính trong GNP (Gurley và Shaw, 1967; Goldsmith, 1969). Có một thực tế tương đối rõ ràng là sự phát triển của các công cụ, tổ chức và thị trường tài chính đã tạo ra những cơ hội và động cơ khuyến khích mới cho người tiết kiệm thực hiện việc tiết kiệm và người đầu tư thực hiện đầu tư. Lập luận liên quan đến vai trò trung gian tài chính phụ thuộc vào một số các tổ chức tài chính

chuyên môn, và những tổ chức này, trên thực tế, sẽ tạo nên thị trường vốn, đồng thời cho phép xác định được những cơ hội đầu tư tốt nhất. Khi đó, thị trường sẽ phân bổ vốn cho các nhà đầu tư và các dự án đầu tư được coi là tốt nhất. Chức năng phân bổ này sẽ dẫn tới sự cải thiện chung về hiệu quả cũng như mức đầu tư, và vì vậy sẽ dẫn tới tăng trưởng kinh tế nhanh hơn. Do vậy, chúng ta có thể tranh luận rằng phát triển tài chính là cần thiết để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. (Tuy nhiên, chúng ta cần phải nhớ rằng chỉ tài chính không thôi là chưa đủ. Cần phải có nhiều đầu vào khác nữa thì đầu tư mới có hiệu quả).

Mặc dù trong một số trường hợp nhất định, các chức năng nêu trên của các công cụ và tổ chức tài chính có thể là không quan trọng đối với việc khuyến khích tiết kiệm, đầu tư và tăng trưởng kinh tế, các chức năng này cũng chưa phải là đã đại diện hết cho các chức năng mà các tổ chức và công cụ tài chính có thể thực hiện.

Ngoài những chức năng đã được bàn tới ở đây, các tổ chức và công cụ tài chính còn thực hiện chức năng chuyên hóa thời hạn và chuyển giao rủi ro.

Chức năng chuyển hóa thời hạn cho phép người tiết kiệm ngắn hạn và người đầu tư huy động được vốn dài hạn. Người tiết kiệm thường tiết kiệm ngắn hạn hơn dài hạn do ít rủi ro và ít mất tính thanh khoản hơn. Mặt khác, người đầu tư tài sản lại có nhu cầu tài chính dài hạn do các dự án thường là dài hạn. Thông qua chức năng quan trọng là chuyển hóa thời hạn, các tổ chức như ngân hàng có thể tạo điều kiện cho nhu cầu của người tiết kiệm và người đầu tư được đáp ứng cùng một lúc.

Chuyển giao rủi ro là một chức năng quan trọng khác. Rất nhiều người tiết kiệm ngần ngại không muốn cho vay trực tiếp hoặc không muốn có cổ phần trong các dự án do những người đầu tư sẵn lòng chấp nhận rủi ro thực hiện. Ngoài lý do mất tính thanh khoản khi cho vay trực tiếp (tức là đã cho vay thì không phải lúc nào muốn rút tiền cũng được), người tiết kiệm còn có thể cảm thấy họ không có đủ kiến thức và kinh nghiệm về tài chính và pháp lý cần thiết cho việc bảo vệ các khoản cho vay hoặc đầu tư đó. Những người tiết kiệm như vậy thích thông qua các trung gian tài chính mà họ tin cậy và coi là có đủ lực. Các tổ chức này cung cấp tài chính cho rất nhiều nhà đầu tư, do vậy, đa dạng hóa được rủi ro của mình. Thông qua việc sử dụng các hình thức bảo lãnh và bảo đảm, các rủi ro đầu tư có thể được phân bổ giữa tổ chức trung gian và người đầu tư theo nhiều cách khác nhau, và mọi phương cách này đều mang lại một hiệu quả chung là làm giảm bớt mức độ rủi ro mà người tiết kiệm phải chịu.

Với chức năng chuyển hóa thời hạn và chuyển giao rủi ro, các tổ chức tài chính đóng một vai trò đáng kể trong việc tăng cường huy động tiết kiệm, và do vậy làm tăng đầu tư, và hi vọng sẽ đưa tới tăng trưởng kinh tế. Các thị trường có tổ chức, như thị trường trái phiếu và cổ phiếu, cũng có thể thực hiện các chức năng tương tự, nhưng không hoàn toàn giống như vậy. Các loại chứng khoán đó là dài hạn, nhưng một thị trường có tổ chức sẽ giúp cho các chứng khoán đó được trao đổi, mua bán trên thị trường và do vậy cho phép người tiết kiệm có được tính thanh khoản một cách nhanh chóng nếu cần thiết. Trên một mức độ nào đó, thị trường chứng khoán có tổ chức còn giúp đảm bảo rằng các công ty phát hành cổ phiếu được quản lý tốt, và các đối tượng kiến lập thị trường (như người môi giới, người tự doanh chứng khoán) cũng là những người có uy tín. Những yếu tố này sẽ làm tăng thêm niềm tin của người tiết kiệm và làm cho mức rủi ro mà họ cảm nhận khi đầu tư vào chứng khoán được giảm bớt.

Các thị trường cổ phiếu và trái phiếu, cũng như các hình thức tiết kiệm phi ngân hàng khác, ví dụ như bảo hiểm nhân thọ, quỹ lương hưu, v.v... hiện vẫn chỉ đóng một vai trò nhỏ tại phần lớn các nước đang phát triển, và qui trình trung gian tài chính phụ thuộc rất lớn vào hiệu quả của hệ thống ngân hàng và vào các tổ chức nhận tiền gửi khác như tiết kiệm bưu điện.

(c) Bằng chứng lịch sử

Thảo luận trên lý thuyết không cho phép chúng ta kết luận một cách xác đáng về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và phát triển kinh tế, mặc dù phần lớn về các ý kiến nhận xét thường ủng hộ quan điểm cho rằng phát triển tài chính sẽ dẫn dắt phát triển kinh tế. Liệu lịch sử phát triển kinh tế của thế giới có cung cấp cho chúng ta đủ bằng chứng về tác động của tài chính đối với tăng trưởng kinh tế? Nhìn chung, câu trả lời dường như là không. Goldsmith (1969) đã xem xét hầu hết các bằng chứng có được và đã đi tới một kết luận không được chắc chắn cho lắm. Trên thực tế, có thể sẽ không có khả năng đi tới một kết luận cụ thể về vấn đề này. Trong mọi giai đoạn, tại mọi quốc gia, tăng trưởng kinh tế dường như chịu tác động của nhiều yếu tố khác nhau mà phát triển tài chính có thể chỉ là một trong số những yếu tố đó. Rất khó có thể phân tách rõ các yếu tố tác động này, nhất là trong điều kiện phần lớn các dữ liệu kinh tế thường mang tính chầm vá và không chính xác. Các nhà kinh tế học đã gặp phải rất nhiều khó khăn trong việc đưa ra các mô hình kinh tế lượng về các nền kinh tế hiện tại, và những khó khăn đó sẽ tăng gấp bội nếu như chúng ta lại muốn xây dựng những mô hình tương tự cho các nền kinh tế cách đây 100-15- năm, khi mà các mối quan hệ có lẽ không giống như ngày nay.

Nếu chúng ta xem xét một cơn bùng nổ đầu tư trong lịch sử phát triển kinh tế thế giới, ví dụ như đầu tư mở rộng hệ thống kênh đào hoặc đường xe lửa, chúng ta có thể thấy ngay rằng mọi dự án đầu tư đó đều cần phải có công nghệ và trình độ tổ chức như là những điều kiện tiên quyết phải có trước. Không một quyền lực tài chính nào có thể tạo ra được những công trình đầu tư như vậy nếu như không có công nghệ và trình độ tổ chức, cũng như những cá nhân có đầu óc kinh doanh sáng tạo và có động lực đủ thực hiện những dự án này. Sau khi có sáng kiến về dự án, người có đầu óc kinh doanh mới đi tìm nguồn tài chính. Một lần nữa, chúng ta có thể thấy nguồn tài chính là một điều kiện cần thiết cho dự án, nhưng không phải là điều kiện đủ. Nếu không có tài chính, các doanh nghiệp có thể khó khăn. Mặt khác, nếu tài chính và tín dụng được cung cấp với các điều khoản dễ dãi, vượt quá nhu cầu đầu tư, thì tài chính có thể được sử dụng vào mục đích đầu cơ, tức là được dùng để mua các tài sản tài chính hoặc hàng hóa hiện hữu.

Có lẽ sẽ rất thú vị và hữu ích nếu chúng ta xem xét lại vai trò của hệ thống tài chính đối với sự phát triển của châu Âu trong thế kỷ 19. Tuy vậy, kết quả tốt nhất mà chúng ta có thể hy vọng thu được từ việc này là xem xét các bằng chứng hiện có cho phép chúng ta kết luận theo hướng nào và cân nhắc tới các quan điểm của các chuyên gia khác, bởi vì khó có thể có được bất kỳ bằng chứng tuyệt đối nào giúp xác định được chiều hướng của mối quan hệ nhân quả giữa tăng trưởng tài chính và tăng trưởng. Ta cần lưu ý rằng vốn cần cho đầu tư được phát sinh từ những nguồn sau:

- vốn tài chính tự có từ tiết kiệm hoặc từ lợi nhuận giữ lại;
- vốn vay từ hệ thống tài chính;
- vốn cổ phần từ bên ngoài (thường là từ hệ thống tài chính);
- tài chính của chính phủ được huy động thông qua thuế hoặc chính phủ vay nợ thông qua hệ thống tài chính.

Anh Quốc là nước đầu tiên ở châu Âu tiến hành công nghiệp hóa. Cơ cấu tài chính của nước này vào thời điểm đó, hoặc ít nhất cũng trong nửa đầu của thế kỷ 19, phụ thuộc rất lớn vào nguồn tiết kiệm từ nông nghiệp, thương mại và lợi nhuận giữ lại. Các ngân hàng lúc đó chỉ cung cấp tín dụng ngắn hạn và việc huy động vốn dài hạn chủ yếu được thực hiện thông qua việc phát hành cổ phiếu và trái phiếu. Vào những năm 1850, việc có cổ phần, đặc biệt là cổ phần trong các dự án đường sắt, là hiện tượng phổ biến trong giới trung lưu và tiểu tư sản. Các ngân hàng lâu đời như Rothschilds và Barings quan tâm nhiều tới tài chính nước ngoài hơn là tài chính trong nước, và

vai trò của các ngân hàng thương mại là rất thụ động, thường chỉ giới hạn trong nghiệp vụ chấp thuận và chiết khấu hối phiếu. Chỉ tới những năm 1860 các công ty tài chính chuyên doanh mới bắt đầu phát triển, bắt chước theo hình thái của tổ chức Crédit Mobilier ở Pháp. Tuy nhiên, nhiều công ty thuộc loại này có uy tín không lấy gì làm tốt, do vậy nguồn tài chính dài hạn cho đầu tư ở Anh tiếp tục phụ thuộc vào việc phát hành trái phiếu và cổ phiếu cũng như nguồn vốn lấy từ lợi nhuận giữ lại. Thị trường chứng khoán lúc là kênh mua bán lại (và qua đó, tạo ra khả năng thanh toán khoản) cho các loại trái phiếu và cổ phiếu đó. Chính phủ đóng một vai trò rất thụ động trong phát triển kinh tế.

Tại các nước lục địa châu Âu, câu chuyện lại tương đối khác. Những nước này lúc đó đang trong giai đoạn đuổi theo nước Anh. Các doanh nghiệp châu Âu thường non trẻ hơn, nhưng lại phải giải quyết một nhu cầu rất lớn về vốn, và thường mang tính chất đột biến nhiều hơn, để có thể xây dựng các nhà máy lớn, ví dụ như nhà máy thép hay xưởng dệt. Hơn nữa, tại thời điểm giữa thế kỷ 19, việc huy động những khoản vốn lớn để xây dựng hệ thống cơ sở hạ tầng công cộng như đường sắt sẽ gặp nhiều khó khăn nếu theo mô hình của Anh do ở các nước này không có một tầng lớp trung lưu lớn và giàu có, cũng như thị trường chứng khoán tại các nước này kém phát triển hơn ở Anh. Việc anh em nhà Périere thành lập tổ chức tài chính Crédit Mobilier nổi tiếng vào năm 1852 ở Pháp thường được coi là mở màn cho cơ chế tài chính đầu tư tại lục địa châu Âu, và chính cơ chế này đã tạo điều kiện thuận lợi lớn cho phát triển kinh tế.

Mục tiêu của Crédit Mobilier là nhằm huy động những khoản tiết kiệm lớn của giới tư sản và tiểu tư sản tại Pháp, thường được giữ trong két sắt hoặc dưới các hình thức tương tự. Crédit Mobilier thực hiện mục tiêu huy động này bằng cách nhận tiền gửi và bán cổ phần của Crédit Mobilier để huy động vốn dài hạn cho các dự án phát triển, cả trong lĩnh vực công nghiệp lẫn cơ sở hạ tầng. Sau đó, cổ phần trong các dự án đó được bán lại cho công chúng có nhu cầu đầu tư. Hình thức này được Hoàng đế Napoleon III ủng hộ và rất phù hợp với quan điểm chính trị của Đế chế thứ II lúc đó vừa ra đời. Sự phá sản của Crédit Mobilier vào năm 1867 không có ý nghĩa gì lắm đối với mục tiêu phân tích của chúng ta. Điều quan trọng ở đây là tổ chức này thường được coi là đã làm một cuộc cách mạng trong hệ thống ngân hàng ở lục địa châu Âu. Nó có thể được xem như là điểm báo cho sự hình thành ngân hàng phát triển hiện đại ở các nước đang phát triển. Jenks (1927/1963) đã có nhận xét:

"Các ý tưởng về ngân hàng, mà lần đầu tiên được thể chế hóa, đã có một tầm quan trọng to lớn trong lịch sử tài chính thế giới. Chúng ta cũng cần ghi nhớ rằng Crédit Mobilier không phải là tổ chức đầu tiên thuộc dạng đó. Société Générale ở Bỉ (thành lập năm 1822) và Banque de Belgique cũng đã thực hiện các chức năng tương tự và đã cạnh tranh mạnh mẽ trong các hoạt động thúc đẩy thành lập doanh nghiệp và đầu tư. Nhưng khái niệm về ngân hàng phát triển hoặc ngân hàng công nghiệp thì chỉ thực sự ra đời từ Crédit Mobilier".

Crédit Mobilier cũng giúp thành lập các công ty con hay các công ty thành viên của các tập đoàn nước ngoài, trong đó nổi bật nhất có Darmstadter Bank (Đức) vào năm 1853 và các tổ chức tương tự tại Áo, Tây Ban Nha, Ý và Hà Lan. Những hoạt động này được tiến hành cùng với sự phát triển của luật công ty với vai trò khuyến khích các công ty cổ phần với trách nhiệm hữu hạn. Điều này dẫn tới sự thành lập thêm nhiều ngân hàng cổ phần. Sự phát triển của hệ thống ngân hàng đầu tư tại châu Âu lục địa là một chuyển biến quan trọng trong cơ cấu ngân hàng ngoại thương và ngân hàng thương mại truyền thống tồn tại ở Anh. Nhiều nhà nghiên cứu đã gán cho sự phát triển tài chính đó một vai trò quan trọng trong phát triển kinh tế. Jenks (1927/1963) đã nói

về một loại hình tổ chức tài chính được phát triển ở Pháp (Crédit Mobilier) với vai trò đưa tới sự phát triển nhanh chóng của các nguồn tài chính để đầu tư vào các ngành công nghiệp của

châu lục trong những năm 50 (tr. 240).

Theo Clapham (1936):

Ở mọi nơi, các tổ chức tín dụng mới đã hỗ trợ mạnh mẽ cho khu vực công nghiệp.

Tuy nhiên, không phải là nghiên cứu nào cũng có chung quan điểm như vậy về tầm quan trọng của các ngân hàng mới được thành lập. Milward và Saul (1973) có đưa ra quan điểm rằng:

Ảnh hưởng của anh em nhà Périere . . . đối với sự phát triển của nước Pháp cũng như đối với các thể chế tài chính đã bị thổi phồng quá mức (tr. 352)

và

Người ta đã thổi phồng sự thật khi nói rằng sự phát triển nhanh chóng của nền kinh tế Đức sau năm 1850 không thể đạt được nếu không có sự tăng trưởng của các ngân hàng cổ phần (tr. 421)

và

Mặc dù vai trò của các ngân hàng này là quan trọng, nhưng tại các nước kém phát triển hơn như Na Uy, Nga, Đông Nam Á thì chúng đóng vai trò ít quan trọng hơn và chỉ là một trong những nguồn tài chính và nguồn tri thức kinh doanh có thể có. Tuy nhiên, chúng ta cũng thấy có một mối quan hệ chặt chẽ trong vòng hai thập kỷ giữa vốn nước ngoài, ngân hàng đầu tư cổ phần và sự phát triển nhanh chóng của các ngành công nghiệp như kim loại đen và khai thác than (tr. 421).

Tại Pháp, ngân hàng nông nghiệp và cho vay thế chấp Crédit Foncier được thành lập năm 1852 trên cơ sở của các ngân hàng cho vay thế chấp dài hạn đã có tại Saxony và Prussia, nhưng không được thành công cho lắm. Clapham (1936) có nhận xét rằng Crédit Foncier

đã không cung cấp được đủ nguồn vốn tín dụng cho phép nông dân Pháp có thể sử dụng hết lợi thế của mình, và do vậy đã dành chỗ cho phong trào hợp tác xã tín dụng phát triển vào cuối thế kỷ 19, cũng như cho sự phát triển của hệ thống Crédit Agricole vào năm 1990. Crédit Agricole có, nguồn vốn cấp không từ Ngân hàng Trung ương Pháp, rồi chuyển cho các ngân hàng khu vực để cho vay phát triển nông nghiệp (tr. 384).

Ví dụ điển hình của Crédit Mobilier đã dẫn tới sự thành lập của các ngân hàng đa năng (universal banks) ở Đức (và cả Áo và Ý). Các ngân hàng này cấp vốn vay và vốn cổ phần cho các doanh nghiệp và ban đầu thường chiếm ưu thế trong hội đồng giám sát tại các doanh nghiệp đó. Các ngân hàng này cung cấp vốn tài chính cho các công ty khách hàng của mình từ khi các công ty này mới ra đời cho tới khi kết thúc hoạt động. Đến những năm cuối của thế kỷ 19, hệ thống ngân hàng và công nghiệp của Đức bị thống trị bởi bốn tổ chức bắt đầu đều bằng chữ D. Đó là Darmstadter Bank (1853), Diskontgesellschaft (1865), Deutch Bank (1870) và Dresdener Bank (1872). Clapham (1936) có trích lời của Schuster thuộc ngân hàng Dresdner Bank vào năm 1908 như sau:

Ở Đức, các ngân hàng chúng tôi là động lực chính cho sự phát triển của Đế chế thông qua việc nuôi dưỡng và phát triển các ngành công nghiệp. Năm 1871 là năm khởi đầu quá trình phát triển thực sự của chúng tôi và kể từ năm đó các ngân hàng lớn của chúng tôi đã được thành lập. Các thành tựu kinh tế rực rỡ đã đạt được cho tới nay chính là nhờ ở những ngân hàng này chứ không phải là nhờ tổ chức nào khác (tr. 390).

Clapham nhận xét:

Nhận định của [Schuster] nếu có không đúng về mặt lịch sử, thì cũng chính xác về bản chất.

Gerschenkron (1962) đã đánh giá cao tầm quan trọng của hệ thống tài chính ở các nước ‘trung

gian’:

Vai trò chính của việc cung cấp vốn ở một nước như nước Đức phải được dành cho vai trò của các chính sách tạo tín dụng của hệ thống ngân hàng chứ không phải cho bất kỳ quá trình tích lũy vốn nguyên thủy nào.

Còn đối với nước Ý:

Nhưng nếu ta đi tìm một yếu tố quan trọng duy nhất đã tạo tác động tích cực để bù đắp ít nhất là cho một số trở ngại chính trong quá trình công nghiệp hóa của nước này, thì ta không thể bỏ qua vai trò của các ngân hàng lớn của Ý từ năm 1885 trở đi (tr. 87).

(Ý phải chịu một vài cuộc khủng hoảng tài chính trong những năm đầu 1890 và các ngân hàng đã được tổ chức lại theo mô hình của Đức, thậm chí trong một trường hợp có cả sự tham gia của các ngân hàng Đức).

Với một chủ đề như thế này, chúng ta không bao giờ có thể được những kết luận cụ thể, rõ ràng. Tuy nhiên, chúng ta có thể thấy rằng các bằng chứng có thể có được cũng như ý kiến của các chuyên gia đều nghiêng về quan điểm cho rằng sự phát triển của khu vực tài chính có đóng góp đáng kể cho sự phát triển kinh tế tại hầu hết các nước châu Âu trong thế kỷ 19. Tuy nhiên, hiệu quả của khu vực tài chính và của các công cụ thể chế được sử dụng xem ra lại phụ thuộc vào cả trình độ phát triển kinh tế lẫn điều kiện cụ thể của các nước, đặc biệt là về hệ thống chính trị mà chúng ta sẽ đi vào thảo luận sau đây. Hơn nữa, khu vực tài chính lại có thể gây ra các hiện tượng đầu cơ, lạm phát và các thiệt hại khác. Chúng ta sẽ xem xét qua các vấn đề này trong phần dưới.

Vấn đề tác động của hệ thống tài chính đối với phát triển kinh tế gắn rất chặt với một vấn đề đã được bàn luận rất nhiều – đó là tác động của việc tăng cung tiền. Huy động tiết kiệm là một cách hữu hiệu để tăng cung tiền và mặc dù chúng ta quan tâm nhiều hơn tới cung cấp tài chính dài hạn chứ không phải tài chính ngắn hạn, nhưng nhiều khi không thể phân biệt rõ giữa hai loại này. Trên thực tế, Goldsmith (1969) đã gộp cả tài sản của các tổ chức tài chính – tức là bao gồm mọi bộ phận cấu thành của tiền tệ. (Việc này cũng có nghĩa là rất nhiều khoản tiền tệ được tính hai lần). Mặc dù đây không phải là lúc tranh luận về tiền tệ, ta cũng cần phải sử dụng bằng chứng lịch sử để xem xét tác động của việc tăng tổng tài sản tài chính, trong đó có cả tiền tệ, đối với tăng trưởng kinh tế.

Bức tranh lịch sử chung cho thấy rằng tăng cung tiền thường dẫn tới tăng giá và tăng sản lượng, và tiếp sau đó là đầu cơ, bùng nổ và đổ vỡ (Kindleberger, 1978 và Galbraith, 1975). Cả hai tác giả này xem ra đều dành một vai trò quan trọng cho việc tăng hoặc giảm tín dụng đối với chu kỳ tăng trưởng kinh tế, trong khi đó những người theo trường phái trọng tiền lại coi sự bất ổn định trong chu kỳ tăng trưởng là do sự biến động trong cung tiền, và những tín đồ theo học thuyết Keynes lại coi đó là do sự thay đổi trong mức đầu tư và tiêu dùng, những yếu tố sẽ tác động tới cầu về tiền tệ và tín dụng, và do vậy sẽ tác động tới cung tiền.

Galbraith (1975) kết luận rằng ngân hàng và cung tiền đóng một vai trò quan trọng trong những trường hợp khủng hoảng và rối loạn.

Nhưng đồng thời nhu cầu vay, đầu tư, chấp nhận rủi ro và đầu cơ cũng rất quan trọng. Nếu không tồn tại nhu cầu này, không ngân hàng nào có thể tự tạo ra được nó. . . . Điều mà chúng ta có thể nói ở đây là việc các ngân hàng dễ dàng cho vay tiền và sự ham muốn được vay tiền để đầu cơ hoặc sản xuất được gắn chặt với nhau. . . . Trong những năm về sau, . . . ngân hàng sẽ sẵn lòng cho vay, tạo ra tiền gửi và do vậy tăng cung tiền, và khi đó sẽ không còn ai tới ngân hàng để vay tiền.

Như vậy, một điều tương đối hiển nhiên là xét theo thực tế lịch sử, sự gia tăng tài sản tài chính có quan hệ với đầu cơ và đầu tư sản xuất. Nhiều cuộc bùng nổ đầu tư luôn đi kèm, hoặc dẫn tới sự mở rộng tài chính hoàn toàn mang tính chất đầu cơ, tức là mua và gây tăng giá các tài sản tài chính hoặc các tài sản phi sản xuất khác như vàng chứ không tăng đầu tư sản xuất.

(d) Tài chính nước ngoài

Phân tích của chúng ta từ trước tới nay không đề cập rõ tới vốn tài chính nước ngoài. Xét theo lịch sử, phần lớn các khoản vốn nước ngoài chảy vào các nước đang phát triển là mang tính chất dài hạn hoặc trung hạn (trái phiếu, viện trợ, hoặc các khoản cho vay ngoại biên). Phần lớn các khoản vốn tài chính nước ngoài này được sử dụng cho các dự án và do vậy, có mục đích thúc đẩy kinh tế. (Nhiều người thường hay có xu hướng đánh đồng đầu tư với tăng trưởng kinh tế theo mô hình Harrod-Domar. Dĩ nhiên, đây là một mô hình được đơn giản hóa và chúng ta hoàn toàn đạt được tăng trưởng kinh tế mà không cần đầu tư, ít nhất là trong một giai đoạn nhất định, tức là thông qua việc sử dụng lao động và năng lực sản xuất hiện có một cách hiệu quả hơn. Tương tự, đầu tư, nếu được đưa vào những dự án không có lợi hoặc không được quản lý tốt sẽ hoàn toàn không tạo được ra tăng trưởng). Đối với những nước có khó khăn về nguồn vốn trong nước hoặc về dự trữ ngoại hối, thì việc tiếp cận được với nguồn vốn tài chính nước ngoài sẽ có thể giúp giải quyết được nhiều trở ngại của nền kinh tế và qua đó thúc đẩy được tăng trưởng kinh tế. Vấn đề này được thảo luận về mặt lý thuyết tại chương 7. Trên thực tế, vấn đề diễn ra ra sao còn là một điều chưa được xác định rõ. Trong thế kỷ 19, cũng như trong giai đoạn giữa hai cuộc thế chiến, tình trạng người vay nợ không trả được lãi suất của các trái phiếu đã phát hành và thanh toán trái phiếu khi đáo hạn cho thấy rằng kết quả kinh tế thu được từ việc đi vay nợ không phải lúc nào cũng như người ta mong muốn. Trong thời gian gần đây, nhu cầu hoãn nợ đối với các khoản vay nợ ngoại biên ngày càng tăng cho thấy rằng các nước vay nợ thuộc thế giới thứ ba chưa thể coi các khoản vay đó là liều thuốc chữa các căn bệnh kinh tế của nước mình. Ranis (1983) có so sánh thành quả kinh tế của các nước mới công nghiệp hóa có vay nợ nhiều trên thị trường ngoại biên (như Argentina, Brazil và Mexico) với các nước không vay nhiều (như Hồng Kông, Hàn Quốc, Singapore và Đài Loan). Hai nhóm nước này có tốc độ tăng trưởng ở mức tương đương cho tới thời gian gần đây, nhưng cuối cùng gánh nặng trả lãi vay của các nước thuộc nhóm thứ nhất đã gây tác động tiêu cực cho hoạt động kinh tế của họ. (Tuy nhiên, chúng ta cũng phải cẩn thận khi so sánh như vậy, vì ở đây chúng ta đang so sánh những nước lớn với các nước nhỏ).

Dĩ nhiên, chúng rất khó có thể đánh giá được tác động chung của vốn tài chính nước ngoài đối với phát triển kinh tế. Các bằng chứng theo số liệu thống kê trong những năm gần đây sẽ được đề cập ở phần cuối chương này. Chương 8 sẽ thảo luận về tác động của vốn nước ngoài tại các nước đang phát triển trong giai đoạn thế kỷ 19 và trong thời gian gần đây.

(e) Tầm quan trọng của chế độ chính trị

Cho tới nay, các chuyên gia nghiên cứu chưa nhấn mạnh nhiều tới tác động của hệ thống chính trị của một quốc gia đối với sự phát triển tài chính tại quốc gia đó, cũng như tới sự ảnh hưởng của nó tới mối quan hệ giữa phát triển tài chính và kinh tế. Tuy nhiên, xem ra đây là vấn đề có một ý nghĩa quan trọng nhất định để qua đó ít nhất chúng ta cũng có thể giải thích được sự khác biệt giữa các quốc gia. Đồng thời nó cũng cho chúng ta thấy các mức độ quan trọng khác nhau mà các chính phủ đặt ra cho các tổ chức tài chính của mình với tư cách là các cơ quan thực hiện phát triển kinh tế.

Có một sự khác biệt cơ bản giữa kinh tế thị trường và kinh tế kế hoạch hóa. Một nền kinh tế

kế hoạch hóa thuần túy có thể được xem như phụ thuộc hoàn toàn vào chính phủ trong việc huy động nguồn tài chính cần thiết cho đầu tư thông qua nguồn thu thuế, thu từ lợi nhuận của các xí nghiệp quốc doanh và vay nước ngoài của chính phủ. Tiết kiệm cá nhân là không đáng kể và khu vực tư nhân hầu như không tồn tại. Do vậy, các tổ chức và công cụ tài chính bị hạn chế chặt chẽ. Trong bối cảnh đó, khu vực tài chính sẽ chỉ đóng một vai trò mờ nhạt trong quá trình phát triển kinh tế và sẽ rất kém phát triển so với khu vực tài chính của các nền kinh tế thị trường. Hệ số tài chính thấp của Liên Xô trước đây là một minh họa sinh động cho tình trạng này.

Ngược lại, hãy xem xét một nền kinh tế thị trường thuần túy trong đó thái độ của chính phủ đối với phát triển kinh tế là rất thụ động và sự tham gia của chính phủ vào các hoạt động của nền kinh tế chỉ ở mức tối thiểu. Khu vực tài chính trong nền kinh tế đó sẽ có một tầm quan trọng lớn hơn nhiều, do việc huy động tiết kiệm tư nhân và chức năng trung gian tài chính và chuyển hóa thời hạn của các thể chế tài chính giúp tạo ra nguồn vốn cho các nhà đầu tư vay. Nếu không có một cơ chế như vậy, những đối tượng mong muốn được đầu tư sẽ chỉ có thể tiếp cận được với nguồn vốn của chính mình và mức độ đầu tư của họ, cũng như của cả nền kinh tế, và tăng trưởng kinh tế sẽ bị hạn chế. Có một số nền kinh tế ở châu Âu trong thế kỷ 19 – ví dụ như Anh, Pháp và Đức – mang dáng dấp giống như mô hình về một nền kinh tế thị trường thuần túy như vậy, nhưng tất nhiên giữa các nền kinh tế đó có những khác biệt nhất định như chúng ta đã thấy trong phần trên.

Các nước đang phát triển ngày nay thường nằm giữa mô hình kinh tế kế hoạch hóa thuần túy và kinh tế thị trường thuần túy. Hiển nhiên, trong quá trình theo đuổi các mục tiêu phát triển của mình, các quốc gia có xu hướng thiên về cực kinh tế kế hoạch hóa sẽ có một nhu cầu nhỏ bé hơn đối với các thể chế và công cụ tài chính so với các nước thiên về kinh tế thị trường. Tuy nhiên, rất nhiều chính phủ các nước đang phát triển lại ở trong tình trạng theo đuổi các mục tiêu phát triển theo xu hướng phi kế hoạch hóa, nhưng lại không có một khu vực tư nhân mạnh hoặc một tầng lớp kinh doanh đủ sức đóng một vai trò đáng kể trong quá trình phát triển (cũng như không có một khu vực tài chính đủ sức thay thế tầng lớp kinh doanh tới một mức độ nào đó). Những chính phủ đó thường bị đẩy vào tình thế phải chấp nhận chủ nghĩa tư bản nhà nước theo đó chính phủ đóng một vai trò rất lớn trong nền kinh tế. Sự can thiệp đó của chính phủ lan sang cả khu vực tài chính, thông qua việc chính phủ tạo ra các thể chế và công cụ tài chính (ví dụ như trái phiếu, công ty bảo hiểm và ngân hàng phát triển) với mục đích kích thích tiết kiệm tư nhân và đầu tư. Giống như các nước theo cơ chế kinh tế kế hoạch hóa thuần túy, tỷ trọng của tài chính trong GNP tại các nước này rất thấp. Nhưng điểm khác biệt quan trọng giữa hai nhóm nước này là ở chỗ thực trạng đó tồn tại ngoài ý muốn của chính phủ, chứ không phải do chính phủ muốn vậy.

(f) Các bộ phận khác nhau của hệ thống tài chính

Các chuyên gia nghiên cứu thường tranh luận về hệ thống tài chính và phát triển tài chính trong một tổng thể chung. Nhưng chúng ta có thể nhìn thấy được nhiều điểm quan trọng hơn nếu chúng ta tách hai vấn đề này ra và xác định được những yếu tố cấu thành khác nhau có khả năng đóng một vai trò quan trọng trong quá trình phát triển.

Phát triển và các dự án phát triển đòi hỏi phải có vốn dài hạn. Chính phủ ở những nền kinh tế thị trường cần phải có khả năng huy động vốn dài hạn trong nước để bổ sung cho nguồn thu ngân sách từ thuế để có thể tài trợ cho các dự án cơ sở hạ tầng và các dự án “xã hội” cũng như các dự án nông nghiệp, công nghiệp chế biến và các dự án khác, tùy thuộc vào mức độ tham gia của chính phủ vào nền kinh tế. Khu vực tư nhân cần phải có khả năng huy động vốn vay trung và dài hạn, và có lẽ quan trọng hơn là vốn cổ phần. Các cơ chế tài chính trong nước cho phép thực

hiện được điều đó bao gồm:

- ngân hàng phát triển;
- công ty cấp tài chính nhà ở;
- thị trường trái phiếu (sơ cấp và thứ cấp);
- công ty bảo hiểm và quỹ lương hưu.

Các ngân hàng phát triển và các công ty tài chính nhà ở sẽ thu được lợi nếu như họ có khả năng huy động vốn bằng cách bán cổ phần hoặc trái phiếu trên thị trường cổ phiếu và trái phiếu và trong trường hợp của ngân hàng phát triển, nếu họ có thể bán cổ phần của các công ty khách hàng một cách nhanh chóng. Tương tự như vậy, các công ty bảo hiểm và quỹ lương hưu cũng muốn giữ một phần lớn khoản đầu tư dài hạn của mình dưới hình thức đầu tư vào các chứng khoán có thể mua bán lại hơn là dưới hình thức đầu tư trực tiếp. Do vậy, nỗ lực được tập trung cho sự phát triển của thị trường trái phiếu và cổ phiếu. Ngay cả tại các nước lạc hậu nhất về tài chính cũng có các thị trường sơ cấp. Chính phủ có thể bán trái phiếu và buộc bất kỳ tổ chức tài chính nào phải mua, ở một mức độ giới hạn. Đồng thời, cũng có thể có một thị trường nhỏ bé trong đó các nhà đầu tư có tổ chức mua vốn cổ phần của khu vực tư nhân. Tuy nhiên, tại một số nước, các nỗ lực huy động vốn tài chính dài hạn thông qua phát hành cổ phiếu và trái phiếu bị hạn chế do thiếu một thị trường thứ cấp cho các loại chứng khoán đó, ngoại trừ các nước đang phát triển có thị trường chứng khoán phát triển mạnh. Thiểu phát triển về thể chế có lẽ không phải là trở lực lớn vì việc các thể chế mới chỉ làm cho nguồn vốn hiện có được dàn trải mỏng thêm, chứ không làm tăng thêm qui mô của thị trường tài chính nói chung. Để có thể tăng qui mô và tính thanh khoản trên thị trường trái phiếu và cổ phiếu, ta cần phải thu hút được vốn của các cá nhân và các tổ chức phi ngân hàng trong khu vực tư nhân.

Do vậy, ngân hàng thương mại theo mô hình truyền thống kiểu Anh – chủ yếu tập trung vào việc cung cấp vốn vay ngắn hạn cho mục đích thương mại, đầu tư vốn lưu động và chi tiêu – chỉ có đóng góp rất ít cho đầu tư dài hạn và tăng trưởng kinh tế. Sự đóng góp mà hình thức này có được chủ yếu được thực hiện thông qua việc tăng nhu cầu do cung cấp tín dụng. Ngược lại, hình thức ngân hàng đa năng của châu Âu lại tập trung vào việc cung cấp vốn trung hạn cho đầu tư, cung cấp vốn cổ phần, giúp quản lý các công ty khách hàng có thể được coi như đã có đóng góp trực tiếp cho đầu tư, đặc biệt cho đầu tư công nghiệp. Hệ thống ngân hàng thương mại kiểu Anh có thể không phải là mô hình hấp dẫn nhất cho tăng trưởng kinh tế. Các nhà hoạch định kế hoạch phát triển và các chính trị gia trong thế giới thứ ba nên ghi nhớ tới điều này.

(g) Các nghiên cứu thực nghiệm về phát triển tài chính

Bằng các công trình nghiên cứu thực nghiệm, chúng ta rất khó, thậm chí không thể, xác lập xem mối quan hệ nhân quả giữa phát triển tài chính và phát triển kinh tế diễn ra theo chiều nào. Do vậy, cuối cùng thì chúng ta sẽ phải quay về phương thức tranh luận phi thực nghiệm. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu thực nghiệm có thể được sử dụng để xác định xem có tồn tại mối quan hệ nào giữa phát triển tài chính và phát triển kinh tế và nếu có, mối quan hệ đó là tỷ lệ thuận hay tỷ lệ nghịch. Goldsmith (1969) và Gupta (1984) là hai người đã có những công trình nghiên cứu thực nghiệm chính trong lĩnh vực này.

Các giá trị do Goldsmith tính toán được về hệ số tương quan tài chính (FIR = financial interrelation ratio) trong năm 1963 của một số nước cho thấy Nhật Bản và Anh là hai nước đứng đầu với hệ số 1,75 và 1,71. Các nước khác có hệ số lớn hơn 1 gồm có: Ý = 1,37, Mỹ = 1,23, Canada = 1,16. Các nước có hệ số thấp là các nước đang phát triển như: Nam Tư (0,59), Mexico (0,5), Venezuela (0,39) và Ấn Độ (0,35). Ở Liên xô, do không có hệ thống tài chính tư bản truyền

thống nên hệ số này cũng ở mức thấp (0,36).

Goldsmith cũng tiến hành nghiên cứu xu hướng biến đổi của hệ số tài sản tài chính/GNP. Đối với nhóm các nước phát triển, hệ số này tăng từ 0,4 vào năm 1860 lên 1,5 vào năm 1963. Bắt đầu từ năm 1900, hệ số này có giá trị vượt quá 1, nhưng cũng tại thời điểm đó, hệ số này của các nước đang phát triển chỉ ở mức 0,2. Đến năm 1963, con số này của các nước đang phát triển tăng lên 0,7, một mức tăng đáng kể so với con số của năm 1900, nhưng vẫn còn rất thấp so với con số tương ứng của các nước phát triển.

Các kết luận của Goldsmith rút ra từ những kết quả nghiên cứu thực nghiệm cũng không lấy gì làm chắc chắn lắm:

Chỉ có một mối quan hệ lỏng lẻo – nhưng là mối quan hệ tỷ lệ thuận và không thể chối cãi – giữa hệ số tương quan tài chính (FIR) và GNP bình quân đầu người (hoặc một chỉ số phát triển kinh tế tương tự, đơn giản khác).

Tuy nhiên, mối quan hệ rút ra từ các kết quả nghiên cứu thống kê cũng rất yếu và chỉ giúp đưa ra được:

Một kết luận là GNP bình quân đầu người (hoặc một chỉ số phát triển kinh tế tương tự đơn giản khác) không giải thích được các mức giá trị đã quan sát được của FIR, trừ trong trường hợp so sánh với một khoảng giá trị tương đối lớn.

Gupta (1984), trong một công trình nghiên cứu lớn nhưng kém sâu rộng hơn so với Goldsmith cũng đã sử dụng các bài toán thống kê để nghiên cứu về mối quan hệ nhân quả giữa phát triển tài chính và kinh tế. Các kết quả nghiên cứu tại 14 nước cho thấy:

Mối quan hệ nhân quả đó chạy từ tài chính sang phát triển kinh tế, do đó cho chúng ta thấy vai trò tích cực của khu vực tài chính. Nhưng kết luận này không tính đến các đặc tính riêng biệt của các nước được nghiên cứu.

Trong chương 5, chúng tôi sẽ đưa ra các số liệu về cơ cấu tài chính của các nước khác nhau. Một điều rõ ràng là so với các nước công nghiệp hóa, các nước đang phát triển có một tỷ trọng rất lớn tài sản tài chính dưới dạng tiền tệ (tiền trong lưu thông, ngân hàng, tiền gửi tương tự như tiền gửi ngân hàng (quasi-bank deposits), trong khi đó tài sản tài chính dưới dạng chứng khoán có thể mua bán lại (marketable securities) là rất nhỏ.

2. ÁP CHẾ TÀI CHÍNH

(a) Quan điểm về áp chế tài chính

Nhiều nước đang phát triển không có các thị trường vốn tự do. Thay vào đó các nước này mang một đặc điểm được biết đến như là “sự áp chế tài chính”. Nhìn chung áp chế tài chính tương đương với những kiểm soát về lãi suất, và đặc biệt là những kiểm soát đưa đến kết quả lãi suất tiền thực tiền gửi âm. Thông thường chính phủ đề ra những kiểm soát này, dù đôi khi cũng xuất phát từ những thỏa thuận giữa các tổ chức tài chính khu vực tư nhân nhằm hạn chế lãi suất. Kết quả là các mức lãi suất thực tế bị bóp méo khác với các mức lãi suất cân bằng trong một thị trường tiền tệ cạnh tranh. Sự áp chế có thể được mở rộng liên quan đến những hạn định của chính phủ nhằm kìm hãm sự phát triển của các tổ chức và công cụ tài chính, dẫn đến một thị trường tài chính không đầy đủ và phân tán. Các lý thuyết về áp chế xuất phát từ McKinnon (1973) và Shaw (1973), tiếp theo công trình trước đó của Gurley và Shaw (1960) và Goldsmith

(1969). Những điều chỉnh mang tính lý thuyết sau đó cũng được Fry (1982) tóm tắt một cách có hệ thống. Cũng đã có nhiều nỗ lực nhằm ước lượng tác động của áp chế tài chính đối với tăng trưởng, và những nghiên cứu lớn cũng được tóm lược ở cuối chương này.

Áp chế tài chính kìm hãm sự tăng trưởng của khu vực tài chính. Điều này có nghĩa là sự phát triển của các tài sản và nợ tài chính bị hạn chế, và cũng có nghĩa là sự phát triển của các tổ chức và công cụ tài chính bị cấm đoán. Tình trạng này được mô tả như là tài chính nông cạn (shallow finance), và có thể được đo lường bằng tỉ suất giữa các tài sản tài chính với các biến số kinh tế vĩ mô như GNP, như đề cập trong công trình của Goldsmith chẳng hạn (có lẽ thước đo tiện lợi nhất là $M2/GNP$). Tài chính nông cạn có thể được quan sát ở nhiều nước phát triển kém nhất, nơi tình trạng này xuất phát từ mức độ phát triển kinh tế thấp, thiếu các nguồn lực về con người và tự nhiên cũng như những hành động của chính phủ hay các tổ chức tài chính tư nhân. Tuy nhiên, chúng ta không tập trung nhiều vào tình trạng tài chính nông cạn ở đa số các nước kém phát triển nơi vốn có thể tránh được tình trạng này. Chúng ta chủ yếu tập trung vào những nước có nguồn lực về con người và thiên nhiên đáng kể nơi mà khu vực tài chính bị đè nén. Tuy nhiên một ngoại lệ cần nhớ là có một vùng lãnh thổ tách biệt, nhỏ, chủ yếu là núi non với một ít nguồn lực tự nhiên nhưng đã trở thành một trong những quốc gia hàng đầu về phát triển tài chính và kinh tế: Thụy Sĩ.

Ở chương 2 chúng ta đã bàn về lý thuyết thị trường vốn, với giả định các thị trường vốn là hoàn hảo và hiệu quả. Ngược lại, áp chế tài chính bắt đầu từ tình huống các thị trường tài chính không hiệu quả hoặc không ở trạng thái cân bằng. Những kiến nghị chính sách xuất phát từ một phân tích về áp chế tài chính thường liên quan đến việc tự do hóa tài chính, đưa đến tạo độ sâu tài chính. Tự do hóa đòi hỏi lãi suất phải nằm ngoài vòng kiểm soát của chính phủ, từ đó kích thích sự phát triển các hình thức nợ và tài sản tài chính. Đến lượt điều này sẽ khuyến khích sự phát triển về mặt thể chế và khuyến khích người đi vay và tiết kiệm chuyển từ khu vực phi chính thức sang khu vực chính thức. Sau cùng, số công cụ tài chính sẵn có sẽ gia tăng, và kết quả chung sẽ là chuyển đổi một thị trường vốn hẹp, không hiệu quả và phân tán (theo nghĩa rộng) thành một thị trường vốn lớn hơn, hoàn thiện và hiệu quả hơn. Theo lập luận trên thì điều này sẽ có khuynh hướng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Khu vực ngân hàng là trọng tâm của những lý thuyết về áp chế tài chính. Ở hầu hết các nước đang phát triển, lượng tiền gửi ngân hàng (hay tiền gửi vào các tổ chức như ngân hàng chẳng hạn ngân hàng tiết kiệm bưu điện, các hiệp hội tiết kiệm và cho vay, và các tổ chức tín dụng) cho đến nay vẫn là cỗ máy tiết kiệm quan trọng nhất. Các công cụ tiết kiệm khác như các chứng khoán có thể mua bán được (cổ phiếu và trái phiếu), các hợp đồng bảo hiểm nhân thọ, và các kế hoạch lương hưu, thường hiện hữu một cách giới hạn. Mặt khác của vấn đề cho chúng ta thấy các ngân hàng và các tổ chức như ngân hàng thống trị những nguồn vốn cho đầu tư. Một nhà đầu tư có thể tiết kiệm và đầu tư vốn của riêng mình, nhưng ngoài nguồn vốn chính sẽ có các khoản vốn vay ngân hàng (từ các ngân hàng thương mại hay phát triển). Anh ta không thể phát hành vốn cổ phần hoặc trái phiếu công ty không đảm bảo (debentures) khi thị trường cổ phiếu, nếu tồn tại cũng tỏ ra hạn hẹp. Anh ta không thể quay sang các quỹ hưu bổng, các công ty bảo hiểm, hay các công ty đầu tư vốn mạo hiểm để vay vốn hoặc huy động vốn cổ phần. Do đó anh ta phụ thuộc vào hệ thống ngân hàng. Ở một đất nước có những tổ chức và công cụ tài chính kém phát triển, ý muốn giữ tiền dưới dạng tiền gửi ngân hàng của người tiết kiệm là rất quan trọng đối với quy trình tiết kiệm – trung gian – đầu tư (đôi khi được gọi là trung gian nợ). Các lý thuyết áp chế đã xác định mức lãi suất thực là yếu tố quyết định quan trọng ý muốn của người tiết kiệm trong việc giữ tiền dưới dạng tiền gửi ngân hàng.

(b) Các công cụ của áp chế tài chính

Công cụ áp chế chính là những biện pháp kiểm soát lãi suất chung, mặc dù việc kiểm soát tỉ giá hối đoái, những yêu cầu dự trữ cao đối với các ngân hàng thương mại và sự áp chế về tổ chức có thể đóng một vai trò quan trọng. Các tài liệu có khuynh hướng tập trung vào tác động của việc kiểm soát lãi suất, và thường đề cập đến các hình thức này như là một biểu trưng của áp chế tài chính.

Các hình thức kiểm soát lãi suất

Có thể xác định ba hình thức⁵ kiểm soát lãi suất chủ yếu theo qui định như sau:

- trần lãi suất tiền gửi danh nghĩa;
- trần lãi suất cho vay danh nghĩa;
- trần cho cả lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay danh nghĩa.

Cũng có sàn lãi suất tiền gửi và cho vay nhưng ít phổ biến hơn, chúng ta sẽ tập trung vào những hình thức kiểm soát khác.

Về tổng quát, kiểm soát lãi suất dường như được áp đặt với mục đích khuyến khích đầu tư. Nếu lãi suất cho vay được giữ ở mức thấp, người ta cho rằng sẽ gia tăng số lượng các dự án có hiện giá ròng dương khi được chiết khấu ở mức lãi suất đi vay, và do đó sẽ gia tăng tỉ lệ đầu tư. Người ta cho rằng trần lãi suất cho vay sẽ trực tiếp tạo ra tác động này. Còn trần lãi suất tiền gửi thì được cho là tạo ra tác động trên một cách gián tiếp, đối với các ngân hàng có nguồn vốn rẻ thì cũng sẽ cho vay rẻ. Trần lãi suất cho cả tiền gửi lẫn đi vay có thể loại bỏ bất kỳ khả năng sai lầm nào từ phân tích trên⁶.

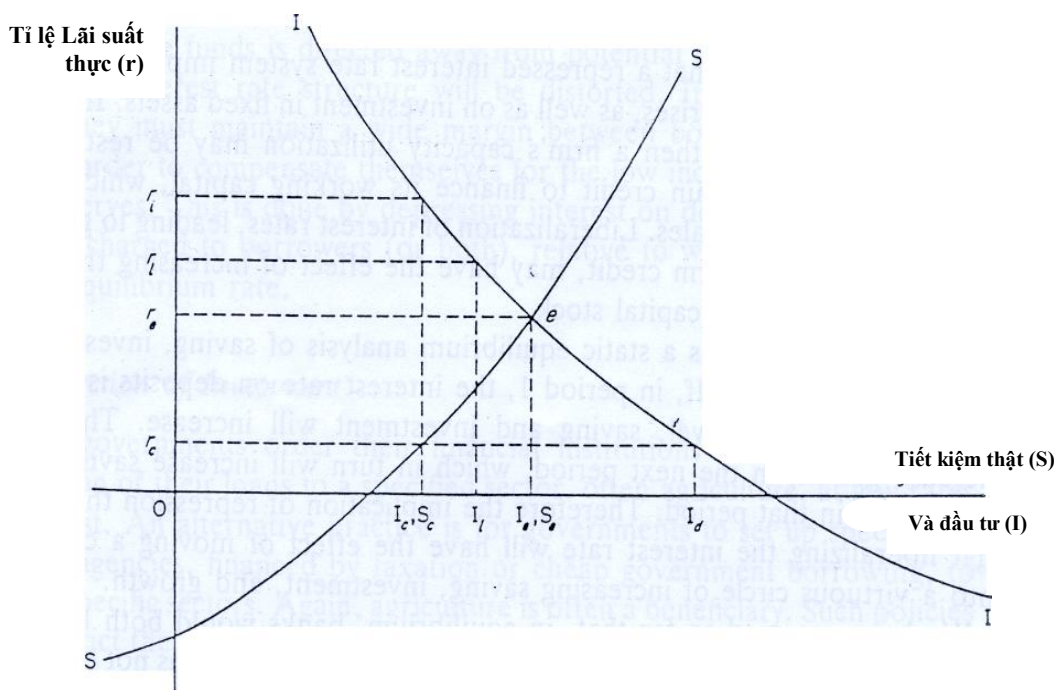
Tuy vậy, dòng lập luận này giả định rằng sẽ vẫn có đủ vốn từ những người tiết kiệm để đáp ứng nhu cầu của các nhà đầu tư, cho dù có trần lãi suất (trực tiếp hay gián tiếp) tiền gửi. Tuy nhiên, nếu cung tiết kiệm và cầu vốn đầu tư đều phụ thuộc vào lãi suất thực, tác động có thể tăng cầu vốn cao hơn mức cân bằng, và đẩy cung vốn xuống dưới mức cân bằng.

Hình 3.1 minh họa hàm tiết kiệm (S) và đầu tư (I), cả hai đều được quyết định bởi lãi suất thực (r). Để thuận tiện, lãi suất thực minh họa là dương, nhưng tác động áp chế thường khiến chúng trở nên âm. Về sau chúng ta sẽ bỏ giả định này.

⁵ Các mức sàn lãi suất tiền gửi và cho vay thỉnh thoảng vẫn xảy ra, nhưng chúng không được đưa vào phân tích này. Với góc độ một minh họa các phương pháp kiểm soát lãi suất, Galbis nhận thấy 17 trong số 19 nước châu Mỹ Latin được nghiên cứu đã ban hành các biện pháp kiểm soát lãi suất ở một số thời điểm trong giai đoạn 1967-76. Các mức trần lãi suất tiền gửi được tìm thấy ở 14 nước, trong đó 5 nước có trần lãi suất toàn diện và 9 nước có trần lãi suất một phần. Ba nước có sàn lãi suất. Ở bảy nước lãi suất được chốt với một vài chỉ số, thường là một phần của việc tính trượt giá phổ biến hơn các tài sản tài chính và nợ.

⁶ Lập luận này giả định rằng lãi suất là một yếu tố quyết định mức tiết kiệm và đầu tư chính trong một giai đoạn định trước. Hiển nhiên, điều này là đáng tranh cãi và những yếu tố quyết định quan trọng khác bao gồm tốc độ tăng trưởng và lạm phát kỳ vọng, mức độ thừa công suất vào đầu thời kỳ, và tất cả những yếu tố khác cùng tạo nên một khái niệm mơ hồ là sự tin tưởng trong kinh doanh.

Hình 3.1 Tiết kiệm và đầu tư trong điều kiện lãi suất bị kiểm soát



Khi không có kiểm soát lãi suất, thị trường ở trạng thái cân bằng e , với $I_e = S_e$ và r_e là lãi suất cân bằng thị trường. Bây giờ, nếu chính phủ cố định lãi suất tiền gửi thấp hơn r_e , chẳng hạn $= r_c$, khi đó lượng tiền tiết kiệm gửi vào các tổ chức tài chính sẽ giảm xuống S_c .

Do đó lượng vốn sẵn có cho đầu tư là I_c , và lãi suất cho vay để cân bằng thị trường là r_i . Tác động của việc kiểm soát là hạ thấp cả tiết kiệm lẫn đầu tư bằng một lượng $(I_e - I_c)$. Do đầu tư là một yếu tố quan trọng quyết định tốc độ tăng trưởng, nên tác động của lãi suất bị kiểm soát là hạn chế tốc độ tăng trưởng. Chênh lệch giữa lãi suất cho vay và đi vay, $r_i - r_c$, sẽ mang lại cho các trung gian tài chính lợi nhuận cao hơn, mặc dù khối lượng hoạt động của họ sẽ thấp hơn khi ở trạng thái cân bằng.

Ngoài ra nếu lãi suất cho vay được kiểm soát ở mức r_l , thấp hơn r_i , khi đó các trung gian tài chính sẽ không có đủ tiền gửi để đáp ứng cầu đi vay ở mức lãi suất r_l . Cầu đi vay để đầu tư sẽ là I_l và sẽ là mức cầu không được thỏa mãn $(I_l - I_c)$. Trường hợp cực đoan là lãi suất cho vay được cố định sao cho bằng với suất đi vay, r_c (hay, thực tế, hơi cao hơn nhằm bù đắp các chi phí quản lý của ngân hàng). Trong những tình huống này, cầu vốn đầu tư không được thỏa mãn sẽ là $I_d - I_c$. Với suất cho vay bị kiểm soát, các trung gian tài chính phải định mức tín dụng bằng những phương tiện khác ngoài lãi suất. Do đó họ có khuynh hướng ưu ái những người đi vay có độ an toàn cao hay với uy tín đã được thiết lập, đây có thể là những dự án có vốn, công nghệ, hay quản lý nước ngoài. Thứ hai, các tổ chức này sẽ thiên về những dự án có rủi ro thấp, với suất sinh lợi tương đối thấp, vì họ không thể tính một khoản phí rủi ro nhằm bù lại rủi ro của dự án. Kết quả là các dự án có suất sinh lợi cao hơn, rủi ro cao hơn và các dự án được các doanh nghiệp trẻ (và có khả năng sáng tạo trong kinh doanh hơn) đề ra sẽ khát vốn. Tóm lại, yếu tố vốn mạo hiểm của việc tài trợ có thể đã biến mất và chất lượng chung trong đầu tư có thể đã bị giảm, số lượng cũng vậy. Một lần nữa, tác động này có thể là hạn chế tốc độ tăng trưởng kinh tế.

Cần chú ý rằng một hệ thống lãi suất bị áp đặt làm gián đoạn tài sản lưu động của các doanh nghiệp, cũng như hoạt động đầu tư vào tài sản cố định. Nếu tín dụng khan hiếm hay bị hạn định, thì việc tận dụng tiềm năng của một doanh nghiệp có thể bị hạn chế, vì doanh nghiệp này không thể tiếp nhận tín dụng để tài trợ cho vốn hoạt động của mình. Điều này có thể hạn chế sản lượng và doanh số của doanh nghiệp. Tự do hóa lãi suất, hướng đến gia tăng nhiều hơn tín dụng ngắn hạn sẵn có, có thể có tác động gia tăng khả năng tận dụng trữ lượng vốn hiện hữu.

Hình 3.1 thể hiện một phân tích cân bằng tĩnh về tiết kiệm, đầu tư, và lãi suất. Nếu ở giai đoạn 1, lãi suất tiền gửi được nâng lên mức cân bằng, tiết kiệm và đầu tư sẽ tăng. Điều này sẽ đẩy nhanh tăng trưởng trong giai đoạn kế, tiếp theo sẽ làm tăng tiết kiệm và đầu tư trong giai đoạn này. Vì thế, hàm ý của lý thuyết về áp chế là việc tự do hóa lãi suất sẽ có tác động đưa một đất nước vào chu kỳ đúng đắn của việc gia tăng tiết kiệm, đầu tư, và tăng trưởng.

Đến nay ta vẫn giả định là trong trạng thái cân bằng, các ngân hàng sẽ vừa đi vay vừa cho vay ở mức lãi suất cân bằng, *re*. Điều này hiển nhiên là không đúng, vì sẽ luôn có một khoản chênh lệch giữa suất đi vay và cho vay nhằm giúp các ngân hàng trang trải chi phí vận hành và kiếm lời. Do đó cầu đi vay và cung tiết kiệm sẽ không bao giờ rơi đúng vào trạng thái cân bằng. Nếu khu vực ngân hàng mang tính cạnh tranh, thì sự lệch lạc khỏi vị trí cân bằng do chênh lệch giữa suất đi vay và cho vay tạo ra có thể không nhiều. Tuy nhiên, nếu khu vực ngân hàng mang tính độc quyền nhóm, sẽ tồn tại khả năng chênh lệch giữa suất đi vay và cho vay là khá lớn. Điều này sẽ tạo ra một tác động tương tự như suất tiền gửi bị kiểm soát *rc* ở hình 3.1, và sẽ tạo ra cùng một mô thức tiết kiệm và đầu tư bị hạn chế.

Các xu hướng độc quyền nhóm trong hoạt động ngân hàng không bị ràng buộc ở các nước đang phát triển, nhưng ở các nước tiên bộ những tác động của chúng có thể ít thiệt hại hơn, vì các kênh tiết kiệm và đi vay thay thế khác (ví dụ thông qua thị trường cổ phiếu, các quỹ thị trường tiền tệ, các hiệp hội xây dựng, bảo hiểm nhân thọ, và các kế hoạch lương hưu) là phổ biến hơn so với các nước kém phát triển.

Những quy định về tiền gửi ngân hàng

Thông thường ngân hàng trung ương đặt ra những yêu cầu dự trữ đối với các ngân hàng thương mại. Xét về mặt lịch sử, những yêu cầu dự trữ là nhằm mang lại sự ổn định cho hệ thống ngân hàng. Phổ biến ở các nước công nghiệp hóa, tỷ lệ dự trữ bắt buộc có thể đạt 10–15% tiền gửi ngân hàng. Tuy nhiên, ở nhiều nước đang phát triển con số này có thể lên đến 50%. Những khoản dự trữ này được đặt ở ngân hàng trung ương ở mức lãi suất thấp (hay bằng 0), hoặc được đầu tư vào trái phiếu chính phủ có lãi theo mệnh giá thấp. Do đó chính phủ sử dụng hệ thống ngân hàng như là một nguồn tài trợ, và trở thành người vay mượn chính, ưu tiên trước những đối tượng vay mượn khác.

Quy định dự trữ bắt buộc gây ra hai tác động đối với hệ thống ngân hàng. Thứ nhất, một lượng vốn sẵn có đáng kể được chuyển khỏi những người đi vay tiềm năng. Thứ hai, cơ cấu lãi suất của ngân hàng sẽ bị bóp méo. Nếu các ngân hàng vì lợi nhuận thì họ phải duy trì một khoản chênh lệch lớn giữa lãi suất đi vay và cho vay nhằm bù đắp phần thu nhập thấp mà họ nhận được từ lượng dự trữ. Họ làm điều này bằng cách ép lãi suất tiền gửi xuống, hoặc nâng lãi suất cho vay (hoặc cả hai), so với trường hợp lãi suất cân bằng nếu không có dự trữ.

Hướng đầu tư

Nhiều chính phủ chỉ đạo các tổ chức tài chính dành một tỉ lệ nhất định các khoản vay cho một ngành cụ thể, thường là nông nghiệp, với lãi suất thấp. Một cách làm thay thế là chính phủ sẽ

hình thành những cơ quan chuyên cho vay, với nguồn vốn là từ thuế hay các khoản vay rẻ của chính phủ, để cho một ngành cụ thể nào đó vay. Một lần nữa, nông nghiệp thường là đối tượng hưởng lợi. Các chính sách như vậy có thể cản trở các dòng vốn sẵn có cho khu vực công nghiệp, và đồng thời nâng chi phí của số vốn hiện có.

(c) Áp chế tài chính và cung tiền

Áp chế tài chính có liên quan mật thiết với cung tiền vì tổng lượng tiền tiết kiệm có thể tương đương tiền gửi ngân hàng hay các tổ chức tương tự ngân hàng (quasi-bank), lượng tiền giấy và tiền kim loại đang lưu hành. Đây chính là định nghĩa M2 của cung tiền. Tiết kiệm có thể xấp xỉ M2 vì như chúng ta đã thấy, tiền gửi ngân hàng và tiền mặt là hai hình thức tiết kiệm chủ yếu ở các nước đang phát triển. Tiết kiệm tài chính do đó đại diện cho ý muốn của các cá nhân trong việc giữ tiền (hold money balance). Vì thế tiết kiệm bằng với cầu tiền. Một sự gia tăng trong tỉ lệ lạm phát, dù có phải do tăng cung tiền hay không, cũng sẽ có tác động làm giảm lãi suất thực nếu lãi suất vẫn duy trì ở mức danh nghĩa được kiểm soát. Đứng trước một mức lãi suất thực thấp hoặc thậm chí âm, những người tiết kiệm sẽ không còn muốn giữ tiền. Họ có khuynh hướng đầu tư vào những tài sản bảo hiểm rủi ro lạm phát (inflation hedges) như vàng, kim hoàn, bất động sản, hàng hóa, và những tài sản khác, thường là không sinh lợi. Điều này khiến tiền tiết kiệm giảm theo giá trị thực và lượng vốn sẵn có cho đầu tư cũng giảm theo giá trị thực. Kết quả làm hạn chế tốc độ tăng trưởng kinh tế. Do đó vấn đề kiểm soát cung tiền trong điều kiện lãi suất bị kiểm chế là rất quan trọng. Việc kiểm soát cung tiền thất bại sẽ dẫn đến lạm phát, giảm tiết kiệm và tỏ ra bất lợi cho đầu tư và phát triển kinh tế. Cũng cần phải chú ý rằng tiết kiệm giảm là đồng nghĩa với cầu tiền giảm. Bản thân cầu tiền giảm lại có tác động gây lạm phát cao hơn, vì người dân sẵn sàng trả nhiều hơn cho những tài sản bảo hiểm rủi ro lạm phát. Hơn nữa các kỳ vọng về lạm phát cao hơn sẽ đủ để cho những kết quả tương tự như khi lạm phát đã thật sự cao hơn. Như Shaw đã viết: “tiền và các mức giá tương đối của nó ảnh hưởng đến các khía cạnh thực của quá trình phát triển”.

Sự kết hợp giữa lạm phát và kiểm soát lãi suất có thể tạo ra lãi suất thực âm, trong trường hợp đó một phần của hàm tiết kiệm sẽ nằm dưới trục hoành như trong hình 3.1. Ở mức lãi suất thực bằng 0, tiết kiệm có khả năng dương và sẽ duy trì như vậy ít ra là với một mức lãi suất thực âm nhất định. Nếu để an toàn thì đa số người dân sẽ muốn giữ nhiều tiền, trong khi những người khác có thể không nhận ra lãi suất thực đang âm. Hơn nữa người dân tiết kiệm vừa để an toàn vừa để kiếm lời, và một số sẽ không biết cách tiết kiệm nào hơn là thông qua các tổ chức tài chính (bản thân lạm phát là một nguyên nhân gây bất an, vì người ta xem lạm phát như là mối đe dọa đối với công ăn việc làm). Ở Anh thập niên 1970 tiết kiệm vẫn gia tăng cùng với sự gia tăng của lạm phát và lãi suất thực âm, nguyên nhân có thể do tiết kiệm vì mục đích an toàn đã tăng). Dù sao thì sau cùng khi lãi suất thực âm tăng lên, người dân có khuynh hướng tìm kiếm những tài sản bảo hiểm rủi ro lạm phát như vàng, bất động sản, tiền kim loại, tem, và đồ cổ nội thất. Vì lý do đó tiết kiệm tài chính giảm xuống 0 và cuối cùng có thể là âm.

(d) Đánh giá về lý thuyết áp chế

Mấu chốt của lý thuyết này là việc thể hiện mối quan hệ giữa tiết kiệm, đầu tư, và lãi suất thực. Tuy nhiên, trong bất kỳ nền kinh tế nào thì cách thể hiện này cũng là một sự đơn giản hóa đáng kể các yếu tố quyết định tiết kiệm và đầu tư. Thứ nhất, lý thuyết bắt đầu với các mối quan hệ:

Cầu tiền = tiết kiệm tài chính khu vực tư nhân
= tiền gửi ngân hàng + các tổ chức như ngân hàng
= tín dụng hiện có + những yêu cầu dự trữ

Tiết kiệm tài chính khu vực tư nhân là một hàm số theo lãi suất thực. Bước kế tiếp là cân bằng hai vế

Đầu tư = tín dụng hiện có, đây là một hàm số theo lãi suất thực

Dĩ nhiên, dù có chính xác thì điều này chỉ lý giải được đầu tư khu vực tư nhân và chỉ phần đầu tư nào được tài trợ từ các nguồn lực huy động trong nước. Đầu tư của chính phủ, thành phần chính ở các nước đang phát triển, được tài trợ từ thuế khóa, viện trợ và vay mượn nước ngoài. Cả hai nguồn này đều không phụ thuộc vào lãi suất trong nước. Việc vay mượn của chính phủ từ thị trường vốn nội địa có thể phụ thuộc vào lãi suất nội địa, nhưng ở nhiều nước đang phát triển việc phát hành trái phiếu chính phủ chỉ cung cấp một phần nhỏ thu nhập của chính phủ⁷. Do đó đầu tư của chính phủ không bị ảnh hưởng bởi những hình thức kiểm soát lãi suất, dù luôn chiếm một tỉ lệ lớn trong tổng đầu tư (ở các nước công nghiệp hóa cũng vậy). Tuy nhiên, chính phủ có thể hạn chế vốn đầu tư bằng cách áp đặt những yêu cầu dự trữ cao đối với các ngân hàng. Bằng chứng được thảo luận trong chương 10 cho thấy đa số đầu tư của chính phủ là không hiệu quả.

Tương tự, phần lớn đầu tư khu vực tư nhân với nguồn vốn từ nước ngoài cũng có thể bị loại trừ. Sự hiện hữu của đầu tư trực tiếp nước ngoài và tín dụng xuất khẩu là không phụ thuộc vào lãi suất trong nước. Mặt khác, sự thiếu hụt tín dụng nội địa có thể buộc khu vực tư nhân trong nước phải tìm kiếm vốn nước ngoài. Đồng thời sự xuất hiện của vốn nước ngoài, dù trong khu vực nhà nước hay tư nhân, có thể làm nản chí nỗ lực tiết kiệm trong nước.⁸

Các lý thuyết áp chế thường giả định, hay ít nhất là ngầm định rằng đầu tư (chúng ta hiện nói về đầu tư khu vực tư nhân do vốn trong nước tài trợ) hoàn toàn dựa vào nguồn đi vay. Rõ ràng đây là một sự đơn giản hóa quan trọng. Tuy vậy, ở bất kỳ nước nào có khu vực tài chính phát triển đầy đủ, phần lớn đầu tư dựa vào nguồn thu nhập giữ lại, và nguồn vốn này không phụ thuộc vào cơ chế trung gian. Trong nhiều trường hợp, hạn chế đối với hoạt động đầu tư mới không phải là do không có (hoặc do chi phí) tín dụng, mà vì không có vốn cổ phần, dù dưới dạng thu nhập giữ lại hay vốn huy động từ việc phát hành cổ phần mới. Trong một số trường hợp tỉ suất giữa nợ và vốn cổ phần cùng những đòi hỏi về biện pháp bảo đảm (security requirements) có thể hạn chế việc cho vay, thay vì mang lại tín dụng. Do đó, áp chế tài chính chỉ có thể giới hạn phần đầu tư được tài trợ từ vay mượn ở thị trường nội địa, và ở một số nước phần này có thể tương đối nhỏ trong tổng đầu tư, ngay cả khi lãi suất đã được tự do hóa.

Mặc dù tác động của áp chế tài chính đối với tổng đầu tư có thể ít hơn so với những gì mà mô hình tân cổ điển đã nêu ra, nó vẫn có thể làm giảm chất lượng đầu tư. Thứ nhất, áp chế tài chính vẫn có khuynh hướng khuyến khích đầu tư tự tài trợ với chi phí trung gian và chi phí đi vay. Thứ hai, quá trình phân định tín dụng sẽ vẫn phân biệt đối xử với các doanh nghiệp mới, công nghệ mới và những sản phẩm trước đây chưa từng được sản xuất trong nước. Người cho vay thường ưu ái những người đi vay có bảo đảm và có hồ sơ theo dõi. Điều này có thể loại bỏ các dự án đầu tư mới, rủi ro nhưng có lợi nhuận cao (tuy nhiên, các nước công nghiệp hóa với

⁷ Tuy nhiên, việc vay mượn của chính phủ bằng cách đưa ra các suất sinh lợi phi rủi ro ngày càng cao hơn, có thể lấn át hoạt động vay mượn của khu vực tư nhân. Trong trường hợp tác động lấn ép này xảy ra thì việc đi vay của chính phủ, nếu được dùng cho chi tiêu hiện hành, có thể phải trả giá bằng chính hoạt động đầu tư của khu vực tư nhân.

⁸ Các tài liệu về tác động các dòng vốn nước ngoài đối với những nỗ lực tiết kiệm trong nước đã được Dowling và Hiemenz tóm tắt như đã đề cập chi tiết trong chương 7.

khu vực tài chính tiền bộ cũng gặp phải vấn đề này. Phần lớn người cho vay đều muốn có bảo đảm tốt). Những lập luận này đã được Galbis chính thức đưa ra (1977 và 1982). Các lý thuyết về áp chế còn giả định xa hơn rằng trong điều kiện lãi suất được tự do hóa, việc các tổ chức tài chính chuyên đổi kỳ hạn thanh toán sẽ cho phép thực hiện những khoản vay trung hạn và dài hạn cho mục đích đầu tư. Nếu các tổ chức tài chính do dự không muốn cho vay dài hạn, thì gia tăng tiền gửi có thể không mang lại tác động có lợi cho đầu tư và tăng trưởng như vẫn được ghi nhận, trừ khi cả người cho vay lẫn đi vay đều sẵn sàng dùng vốn ngắn hạn để tài trợ cho các tài sản dài hạn.

Galbis (1982) đã nêu rõ hơn rằng tác động của áp chế tài chính đối với đầu tư dù sao cũng có thể bị loại trừ bởi sự phát triển của các kênh trung gian thay thế, ít ra ở một mức độ nào đó. Các thị trường tiền tệ không có tổ chức sẽ được khuyến khích, tài chính nước ngoài có thể thay thế cho tài chính trong nước và việc tự tài trợ có thể thay thế cho việc đi vay ở những doanh nghiệp bị đẩy ra khỏi thị trường tài chính. Các cơ chế này có thể ít hiệu quả và tốn kém hơn hình thức thay thế là thị trường tiền tệ được tự do hóa; tuy nhiên chúng vẫn có thể bù trừ lẫn nhau ở một mức độ nhất định. Lý thuyết cơ bản này có thể phóng đại tác động của sự áp chế lên đầu tư và tăng trưởng.

Lý thuyết về áp chế cũng đặt nhiều trọng tâm vào hệ thống ngân hàng như là một trung gian tài chính thiết yếu trong quá trình tiết kiệm – đầu tư. Mặc dù điều này có thể đúng ở nhiều nước, các nước có nhiều tổ chức và công cụ tài chính đa dạng hơn tạo ra nhiều cơ hội đầu tư trong đó chính lợi nhuận từ tài sản đầu tư mang lại động cơ tiết kiệm, thay vì lãi suất tiền gửi. Lý thuyết này có lẽ cũng giả định rằng nếu có sẵn vốn cho đầu tư, thì sẽ có cầu vốn, mặc định rằng giá (chính là lãi suất) là hợp lý. Có vẻ như đầu tư do một loạt các yếu tố quyết định, một trong số đó là lãi suất. Các yếu tố khác gồm những điều kiện vay vốn đáng chú ý như kỳ hạn vay và những yêu cầu bảo đảm. Các doanh nhân, ít nhất là ở các nước công nghiệp hóa, sẽ tập trung phần lớn vào “sự tin tưởng” mơ hồ nhưng quan trọng, mà sự tin tưởng này, ở một mức độ nào đó lại phụ thuộc vào những kỳ vọng về kinh tế vĩ mô (xem chú thích 6).

Một nguyên nhân chỉ trích sâu xa hơn thuộc về những giả định mà lý thuyết áp chế đưa ra liên quan đến các thủ tục phân bổ tín dụng của người cho vay (thường là các ngân hàng). Fry (1978b) đã viết, dưới sự áp chế:

... việc phân định vốn có thể đầu tư không theo cơ chế giá cả phải xảy ra. Cơ sở của nó là chất lượng của thế chấp, các áp lực chính trị, “danh tính”, qui mô vốn vay và phần lợi nhuận (convert benefits) cho cán bộ phụ trách cho vay. Người ta có thể dựa vào những tiêu chí này để phân biệt đối xử một cách phi hiệu quả giữa những cơ hội đầu tư.

Hiển nhiên, điều này vẫn diễn ra dù lãi suất có bị chính phủ kiểm soát hay không. Ở những nước không có hình thức kiểm soát này, các ngân hàng vẫn chủ yếu dựa vào việc đánh giá uy tín tín dụng của người đi vay, và các hình thức bảo đảm hiện có. Việc tính thêm phí đối với các khoản vay có rủi ro cao hơn có thể là một công cụ phân định tín dụng cấp hai hơn là cấp một. Kiểu phân định tín dụng như vậy của các ngân hàng có tác động hạn chế cầu tiền vốn, bản thân biện pháp này góp phần duy trì một mức lãi suất cân bằng thấp hơn so với trường hợp không có phân định tín dụng. Arndt (1982) đã chỉ ra rằng việc phân định tín dụng của các ngân hàng có khuynh hướng loại trừ những ứng viên vay vốn yếu thế, và có thể biện hộ cho các kế hoạch tín dụng ưu đãi xuất phát từ chính phủ. Chẳng hạn các kế hoạch dành cho nông dân sản xuất nhỏ, mua nhà ở, các doanh nghiệp qui mô nhỏ, hay những đối tượng khác được xem là những người đi vay ưu tiên. Ưu đãi không có nghĩa là “trợ cấp” lãi suất; đây có thể là hình thức vốn ràng buộc vào mục đích sử dụng cụ thể, hoặc dưới hình thức đảm bảo hay tái cung cấp tín dụng của ngân hàng thương mại cho một số đối tượng vay vốn nhất định. Bolnick (1982) đã đưa ra một tình huống về

các kế hoạch tín dụng ưu đãi của chính phủ, với bối cảnh là các chương trình tín dụng ưu đãi đặc biệt của Indonesia được thực hiện nhằm thúc đẩy sự phát triển của các doanh nghiệp bản xứ qui mô nhỏ.

Cuối cùng, lý thuyết về áp chế giá định rằng mức độ tiết kiệm tài chính phần lớn, không phải là hoàn toàn, do lãi suất quyết định. Chúng ta đã đề cập lúc ban đầu là tiết kiệm có thể được quyết định bởi một tập hợp các yếu tố phi lãi suất – đáng chú ý là thu nhập, nhu cầu cần bảo đảm, những thông lệ xã hội, và các yếu tố khác. Nếu ở một nước, lãi suất không phải là một yếu tố quan trọng quyết định mức tiết kiệm, thì lý thuyết này đổ vỡ, và việc tự do hóa hay gia tăng lãi suất sẽ không có tác động mong muốn đối với mức tiết kiệm.

Điều này đúc kết tóm tắt của chúng ta về tác động lý thuyết của áp chế tài chính đối với tiết kiệm, đầu tư, và tăng trưởng. Mặc dù điều chúng ta nhận thấy thiên về tự do hóa lãi suất, dường như lập luận mang tính lý thuyết này không chắc chắn, hoặc tự do hóa lãi suất cũng không thể là điều kiện đủ cho sự phát triển của khu vực tài chính xét trong chừng mực quá trình tự do hóa tạo ra một tác động to lớn đối với đầu tư và tăng trưởng kinh tế. Tự do hóa lãi suất đặc biệt cần phải đi kèm với sự phát triển và củng cố về mặt thể chế sao cho các thị trường tiết kiệm cạnh tranh mang tính thay thế như cổ phần, các đơn vị đầu tư tín thác (unit trusts), bảo hiểm nhân thọ, và các quỹ hưu bổng, được hình thành. Do đó, những kết luận này có khuynh hướng đáp ứng điều mà hiện nay được đề cập đến như là một vị thế được chấp nhận. Van Wijnbergen (1982, tr 3) đã mô tả một cách súc tích:

“Việc thiết lập lãi suất tiền gửi có kỳ hạn cao (cao so với lạm phát kỳ vọng) đã trở thành một chuẩn mực trong các lời khuyên của những chuyên gia bên ngoài cho các nước kém phát triển (LDC), từ nhà kinh tế hàn lâm được mời thông qua Ngân hàng Thế giới cho đến các phái viên của IMF”.

Tuy nhiên, còn một điểm sâu xa hơn nữa là một chính sách áp chế tài chính nhằm kiểm soát tiền gửi ở một mức thấp hơn mức cân bằng hàm ý rằng người tiết kiệm phải trợ cấp cho người đi vay. Lỗi suy diễn này không có lý giải, và những người ủng hộ kiểm soát lãi suất cần đưa ra một sự biện minh cho điều này.

(e) Các mô hình áp chế tài chính

Mặc dù tác động của lãi suất thực là chủ đề thống trị các tài liệu về áp chế tài chính, hiển nhiên, đây không phải là yếu tố quyết định duy nhất đối với tiết kiệm, đầu tư và tăng trưởng. McKinnon (1973) nêu rõ rằng cầu tiền thực (M/P) là một hàm đồng biến theo GNP (Y), lãi suất tiền gửi thực ($d - p^*$) và suất sinh lợi của vốn vật chất (r). Tỷ suất đầu tư trên GNP (IR) là một hàm số theo suất sinh lợi trên vốn, r , và lãi suất thực tiền gửi ($d - p^*$).

$$M/P = f(Y, d - p^*, r) \quad (+) (+) (+)$$

$$IR = f(r, d - p^*) \quad (+) (-)$$

(d là lãi suất tiền gửi danh nghĩa, p^* là mức lạm phát kỳ vọng. Các dấu cho biết hướng tác động kỳ vọng của các biến số. Ví dụ, tăng Y được cho là sẽ có tác động dương lên M/P).

McKinnon giả định rằng lãi suất thực thấp hơn mức cân bằng. Một sự gia tăng lãi suất thực sẽ làm giảm cầu vốn đầu tư, nhưng do lãi suất thực tăng có thể đẩy tiết kiệm lên, nên thực chất sẽ làm tăng mức đầu tư. McKinnon cũng giả định thêm rằng tất cả đầu tư đều được thực hiện thông qua tự tài trợ, hơn là đi vay, và cho rằng một “công ty gia đình” sẽ tiêu dùng hoặc tiết kiệm. Nếu

muốn đầu tư, thì công ty gia đình này sẽ phải tiết kiệm cho tới khi có đủ vốn để làm điều đó (đầu tư từng đợt). Quan điểm này có thể ứng dụng được trong một xã hội sơ khai về mặt tài chính.

Ngược lại, Shaw (1973) đã đưa “trung gian nợ” vào mô hình áp chế tài chính của ông, nói cách khác là các nhà đầu tư có thể vay mượn. Shaw cũng đưa vào các chi phí cơ hội (theo giá trị thực) của việc giữ tiền, chẳng hạn các tài sản tài chính phi tiền tệ và các tài sản đầu tư bảo hiểm rủi ro lạm phát. Tuy nhiên, mô hình của ông về cơ bản giống với mô hình của McKinnon:

$$M/P = f(Y, v, d - p^*)$$

Trong đó v thể hiện các chi phí cơ hội khác nhau (theo giá trị thực) của việc giữ tiền.

Nhiều sửa đổi cho những mô hình này đã được đề xuất, đáng chú ý là của Kapur, Mathieson, Galbis, và Fry. Các phiên bản trên đã được Fry tóm lược một cách hệ thống (1982). Trước hết, những sửa đổi trên có liên quan đến việc định rõ các hàm tiết kiệm khác nhau (tiết kiệm được xem tương đương với cầu tiền). Thứ hai, hàm đầu tư có thể biến đổi. Tuy nhiên, lãi suất thực luôn được lồng vào dưới hình thức này hay hình thức khác. Ví dụ, Galbis (1979b) nêu rõ hàm cầu tiền của ông là:

$$M/P = a_0 + a_1 Y + a_2 d + a_3 p^* + a_4 IR$$

(+), (-), (-), (+)

trong đó $a_0 \dots a_4$ là hằng số, d và p^* lần lượt được đưa vào vì những lý do mang tính lý thuyết sau đây. Thứ nhất, ông cho rằng tác động lãi suất danh nghĩa có thể dương hay âm trong khi tác động tỉ suất lạm phát rõ ràng là âm. Thứ hai, phản ứng thực của hai thành phần này có thể khác nhau do có thể biết trước lãi suất, trong khi đó tỉ lệ lạm phát kỳ vọng luôn là một dự báo.

Hàm đầu tư của Galbis cũng có những sửa đổi, ví dụ:

$$IR_p = b_0 + b_1 d + b_2 p^* + b_3 r + b_4 IR_g$$

với IR_p là tỉ suất đầu tư trên thu nhập tư nhân và IR_g là tỉ suất đầu tư trên thu nhập chính phủ.

Các tác giả khác, như Abe, Fry, Leff và Sato, và Fischer đã đưa tiết kiệm hay đầu tư nước ngoài vào mô hình của họ, một số mô hình này sẽ được chúng tôi xem xét trên cơ sở thực tiễn ở phần tiếp theo.

(f) Những nghiên cứu thực tiễn về áp chế tài chính

Đa số công trình thực tiễn đều tập trung vào những cố gắng ước lượng tác động của việc kiểm soát lãi suất đối với tăng trưởng kinh tế. Lãi suất thường được ghi nhận như là một biểu trưng của áp chế tài chính, và từ quan điểm nghiên cứu lãi suất có một đặc tính là lúc nào cũng có thể đo lường được. Có nhiều mô hình do chính các tác giả kiểm định. Các nỗ lực tập trung vào việc định ra một mô hình dưới dạng có thể kiểm định được (có sẵn số liệu của những biến số được sử dụng) và sau đó ước lượng giá trị của các hệ số nhằm đánh giá tác động của lãi suất đối với tiết kiệm, đầu tư và tăng trưởng. Phương pháp ước lượng được sử dụng xưa nay là phân tích hồi qui bình phương tối thiểu. Các kiểm định đã được thực hiện với một số nước trong một số thời kỳ đáng kể. Những nghiên cứu kinh tế lượng chính được tóm tắt trong bản 3.1. Cần chú ý rằng các phân tích hồi qui đưa ra các kết quả khác nhau thông qua hệ số tương quan và trị thống kê t , và độ lớn của các hệ số. Tuy vậy, khó có thể đưa ra phán xét đầy đủ về những nghiên cứu trong một không gian hạn hẹp sẵn có, và người đọc quan tâm nên tham khảo các tài liệu gốc.

Trong một nghiên cứu lớn gần đây, Gupta (1984) thực hiện một loạt các kiểm định thống kê với số liệu của 25 nước châu Á và Mỹ Latin. Ông đã đi đến một kết luận chung như sau:

Tóm lại, chứng cứ cho thấy rằng sự khái quát hóa trên diện rộng về bản chất và tính nghiêm trọng của áp chế tài chính ở các nước đang phát triển phải được thực hiện một cách rất cẩn trọng.

Những kết luận chi tiết của Gupta gồm có:

- Sự tăng trưởng của khu vực tài chính và sự gia tăng lãi suất thực đều được ghi nhận là có một tác động giới hạn lên tổng tiết kiệm, nhưng chúng có khuynh hướng khuyến khích một sự dịch chuyển tiết kiệm dưới hình thức các tài sản vật chất sang tiết kiệm bằng hình thức tài sản tài chính.
- Trong ngắn hạn cầu tài sản tài chính là tương đối không co dãn trước những biến đổi của lãi suất thực.
- Không có sự ủng hộ rộng rãi đối với “giả thuyết bổ trợ” (sự hình thành vốn là một hàm số dương theo suất sinh lợi thực từ việc giữ cân bằng tiền mặt).
- Các lợi ích của tự do hóa tài chính khá nhạy cảm với “môi trường mang tính lạm phát” của một nền kinh tế.
- Nhằm đạt được một mức độ tự do hóa tài chính định trước, việc giảm lạm phát để tăng lãi suất thực là hiệu quả hơn so với việc tăng lãi suất danh nghĩa.
- Tác động của cải cách tài chính tập trung ở những năm đầu, phổ biến nhất là 3 năm. Trong dài hạn các tác động đối với thu nhập thực do lãi suất thực cao hơn đã không thực sự có lợi.

Gupta kết luận rằng vai trò của một mình lãi suất thực trong việc kích thích tăng trưởng kinh tế là có hạn, do đó phải đi kèm với những biện pháp khác nhằm khuyến khích sự tăng trưởng của khu vực tài chính.

Abe (1977) trong một nghiên cứu thực tiễn sáu nước châu Á, đã ước tính tỉ suất tiết kiệm như sau:

$$SR_d = -0,636 + 0,154y + 0,112d - 0,064p^* - 0,556SR_f - \text{các biến giả quốc gia}$$

(-19,493) (25,413) (1,832) (2,077) (6,173)

với y = thu nhập thực bình quân

SR_f = tỉ suất tiết kiệm ngoại hối trên GNP

(giá trị t -stat trong ngoặc)

Như có thể thấy, lãi suất tiền gửi tạo ra một tác động dương lên tỉ suất tiết kiệm nội địa và mức lạm phát kỳ vọng có ảnh hưởng âm. d tăng một điểm phần trăm làm cho tỉ lệ tiết kiệm tăng lên 0,112 điểm phần trăm (ví dụ từ 12,0 lên 12,112% GNP). Tỉ lệ lạm phát giảm 10 điểm phần trăm làm cho tỉ lệ tiết kiệm tăng lên 0,64 điểm phần trăm (ví dụ từ 12 lên 12,64% GNP). Tuy nhiên, chúng ta thấy rằng tỉ suất tiết kiệm nước ngoài có tác động lên tỉ suất tiết kiệm nội địa lớn hơn nhiều so với bất kỳ các biến số khác; SR_f tăng một điểm phần trăm làm cho tỉ suất tiết kiệm nội địa giảm 0,556 điểm phần trăm.

Fischer (1981) trong một nghiên cứu về 40 nước đang phát triển giai đoạn 1960-72, nhận thấy rằng:

Tiết kiệm nội địa được chuyển giao trong nội bộ một nước có một tác động to lớn lên sự hình thành vốn ở nước có tỉ lệ lạm phát thấp và ổn định hơn các nước có tỉ lệ lạm phát cao và ổn định.

Fischer tiếp tục ước lượng hàm đầu tư cho khu vực tư nhân của 40 nước như sau:

$$IR_p = 10,759 + 0,320d - 0,140p^* - 0,596IR_g + 0,125IR_f + 0,007y$$

(2,640) (2,900) (3,829) (1,398) (4,329)

với SR_f = tỉ suất đầu tư trực tiếp nước ngoài tư nhân
 IR_g = tỉ suất đầu tư khu vực nhà nước

Dấu dương của hệ số lãi suất danh nghĩa và dấu âm đối với tỉ lệ lạm phát kỳ vọng khẳng định các lý thuyết về áp chế. Fischer ước lượng rằng lãi suất và tỉ lệ lạm phát mỗi biến số chiếm khoảng 20% sự thay đổi trong tỉ suất đầu tư nội địa tư nhân, nhưng tác động lớn nhất lại là mối quan hệ nghịch biến giữa đầu tư khu vực nhà nước và đầu tư khu vực tư nhân. Kết quả của ông ủng hộ quan điểm cho rằng đầu tư khu vực nhà nước lấn át đầu tư khu vực tư nhân.

Fry (1974) nhận thấy ở Afghanistan những thay đổi trong lãi suất thực có một tác động rõ nét lên tăng trưởng. Khi nghiên cứu 14 nước đang phát triển trong khu vực ESCAP, Fry (1978a) nhận thấy sự gia tăng lãi suất thực đã làm tăng tiết kiệm tài chính. Tác động này có thể không làm tăng *tổng* tiết kiệm, thay vào đó nó có thể chuyển tiết kiệm từ những tài sản đầu tư bảo hiểm rủi ro lạm phát sang tiết kiệm tài chính. Tuy nhiên, tác động này nhằm vào việc tăng cao số vốn vay hiện hữu cho đầu tư. Fry nhận thấy lãi suất thực có một tác động dương lên tiết kiệm nội địa và tăng trưởng kinh tế ở bảy nước châu Á kém phát triển trong giai đoạn 1962-72⁹. Fry (1980) đã mở rộng qui mô phân tích lên 61 nước đang phát triển và nhận thấy tiết kiệm chịu tác động tích cực của lãi suất thực tiền gửi và sự hiện diện của tín dụng không chỉ là yếu tố quyết định quan trọng đối với hoạt động đầu tư mới, mà còn đến quá trình tận dụng tiềm lực toàn bộ trữ lượng vốn. Ông cũng ước lượng thêm phí tổn của áp chế tài chính vào khoảng ½% tăng trưởng kinh tế mỗi khi lãi suất thực tiền gửi được ấn định thấp hơn mức cân bằng thị trường 1%. Hanson (1979) đã nghiên cứu tác động của thay đổi lãi suất thực từ dương sang âm ở Colombia năm 1967 đối với tiết kiệm, đầu tư và tăng trưởng, kết quả ghi nhận cho thấy tất cả chỉ tiêu này đều giảm. Trong một nghiên cứu tương đối rộng gồm 10 nước Tây Phi, Leite (1982) đi đến một kết luận tổng quát là các chính sách phổ biến nhằm đến lãi suất thấp và ổn định là không phù hợp.

Tuy nhiên, không phải tất cả những nghiên cứu đạt được đều có kết quả tích cực. Galbis (1979b), khi nghiên cứu 19 nước châu Mỹ Latin đã thu được những kết quả không thuyết phục. Brodersohn (1981) nhận thấy một mối quan hệ đồng biến giữa tự do hóa lãi suất và tiết kiệm ở các nước Vùng cực Nam, nhưng cũng nhận thấy tác động đối với cầu vốn đầu tư là không rõ ràng hoặc âm. Vogel và Buser (1976) xem xét mối quan hệ giữa lãi suất thực tiết kiệm và đầu tư ở châu Mỹ Latin nhưng các kết quả một lần nữa lại không thuyết phục.

Có rất ít nghiên cứu ước tính tác động của việc tự do hóa lãi suất sau khi một cuộc cải cách như vậy đã được thực hiện. Sri Lanka, nơi lãi suất được tăng đáng kể sau đợt bầu cử 1977, đã có hai nghiên cứu. Roe (1982) tìm thấy:

Phần lớn tổng đầu tư không bị các điều kiện lãi suất nội địa kiểm soát cả về tổng lượng lẫn sự phân bổ. Dưới những dàn xếp thể chế hiện tại, các mức lãi suất kiểm soát có thể được ấn định ở bất kỳ mức nào mà không ảnh hưởng đến mô thức đầu tư. Do đó miễn là những dàn xếp này vẫn tồn tại, thì khó có thể nói được mức chính xác của những lãi suất này, hoặc liệu lãi suất cao có được ưa chuộng hơn lãi suất thấp hay không (tr. 221).

⁹ Giovanni tái ước tính những phương trình của Fry, cũng với các nước đây trong những thời kỳ khác nhau (khoảng thập niên 1970) nhằm cố gắng kiểm định tính thuyết phục của những kết quả nghiên cứu của Fry. Ông nhận thấy một mối quan hệ không có ý nghĩa thống kê giữa tiết kiệm nội địa và lãi suất thực, bao gồm “những nghi ngờ quan trọng được thể hiện trên quan điểm cho rằng độ co dãn của tiết kiệm theo lãi suất là dương và dễ dàng truy tìm ở các nước đang phát triển”.

Khatkhate (1982b), mặt dù chỉ quan tâm đến giai đoạn trước quá trình tự do hóa 1977 ở Sri Lanka, cũng ủng hộ ý kiến cho rằng lãi suất thực âm đã đưa đến kết quả thu hẹp cung vốn vay khiến cho cầu vốn đầu tư không được thỏa mãn.

Ở châu Mỹ Latin, Galbis (1979a) đã nhận thấy việc tự do hóa lãi suất trong thập niên 1970 nhìn chung đã thành công ở Brazil, Uruguay, và Argentina, trừ Chi lê.

Hàn quốc cải cách lãi suất năm 1965. Theo sau đợt cải cách này lượng tiền gửi có kỳ hạn tăng mạnh. Van Wijnbergen (1982) đã ước tính rằng sự gia tăng này là do việc chuyển tiền từ thị trường ngoài lề hoặc song hành (kerb/parallel market) sang tiền gửi có kỳ hạn, chứ không phải do tiết kiệm gia tăng hay việc huy động tiền mặt tiết kiệm đã gia tăng. Kết quả làm giảm tín dụng trên thị trường ngoài lề, chỗ dựa của nhiều doanh nghiệp nhỏ. Vì vậy, đợt cải cách có tính thu hẹp trong ngắn hạn. Van Wijnbergen cho rằng sự thu hẹp này sẽ tồn tại nếu hoạt động cho vay của ngân hàng bị hạn chế bởi các biện pháp kiểm soát của chính phủ. Những kiểm soát tín dụng nghiêm ngặt, nếu là một đặc tính lâu dài của qui định đối với ngân hàng, sẽ đương nhiên hạn chế đầu tư và đi ngược lại mục tiêu của quá trình tự do hóa lãi suất.

Có lẽ Nhật là nơi tạo ra một ví dụ bi quan nhất đối với những ai ủng hộ tự do hóa tài chính. Trong giai đoạn tăng trưởng rất mạnh từ 1950 đến 1970, khu vực tài chính của Nhật là nổi tiếng với những đặc điểm sau: các mức trần lãi suất tiền gửi dẫn đến lãi suất thực zero hay trên zero một chút, một tỉ suất tiết kiệm của hộ gia đình khá ổn định vào khoảng 20% thu nhập khả dụng, một khu vực tư nhân có độ linh hoạt cao và phụ thuộc rất nhiều vào vốn vay ngân hàng để tài trợ mới, và một khu vực ngân hàng bị buộc phải nắm giữ các chứng khoán có tỉ suất lợi nhuận thấp một cách giả tạo do chính phủ phát hành, và các ngân hàng tín dụng dài hạn. Tuy nhiên, những yêu cầu dự trữ ngân hàng là rất thấp, đặc biệt khi hoạt động đi vay của ngân hàng được củng cố. Nói cách khác, Nhật đã xoay sở để đạt được tăng trưởng cao với một khu vực tài chính bị áp chế. Điểm mấu chốt đối với tỉ lệ đầu tư là mức tiết kiệm cao, đạt đến 40% GNP năm 1972, nếu tính cả các hộ gia đình, công ty và chính phủ. Điều này đôi khi gợi ý rằng tăng trưởng thu nhập nhanh chóng có thể đã đưa đến mức tiết kiệm cao, trong khi tăng trưởng tiêu dùng vì nhiều lý do, có khuynh hướng rơi lại phía sau tăng trưởng thu nhập. Hơn nữa những điều kiện thuận lợi cho tiết kiệm cùng những áp lực của một xã hội và một nền văn hóa dè sẻn có thể đã hỗ trợ cho quá trình này, và việc không đánh thuế lãi suất tiền gửi số lượng nhỏ cũng góp phần vào đó. Xem Patrick và Rosovsky (1976) để có đầy đủ thông tin hơn. Dù sao thì hành vi tiết kiệm ở Nhật vẫn là một trường hợp ngoại lệ, người ta không thể tìm ra một ví dụ nào khác có thể so sánh được.

(g) Những ngụ ý về chính sách

Lý thuyết cho rằng phát triển tài chính dẫn đến phát triển kinh tế, cùng với ghi nhận về thực trạng áp chế tài chính ở nhiều nước đang phát triển, đã đưa đến một kiến nghị chính sách liên quan đến tự do hóa tài chính mà cụ thể là tự do hóa lãi suất. Ví dụ nổi bật nhất về việc áp dụng biện pháp chính sách này thuộc về những biện pháp trọn gói mà IMF đã thiết kế cho các nước đi vay. Những biện pháp trọn gói này thường bao gồm kiến nghị tăng lãi suất, một phần để thắt chặt tín dụng và một phần để tăng tiết kiệm. Từ đó tăng lượng vốn có thể đầu tư và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, cả lý thuyết này lẫn nghiên cứu thực tiễn trên đều không nói rõ được hướng nhân quả giữa phát triển kinh tế và phát triển tài chính. Một số nghiên cứu đã hoài nghi sự hiện diện của quan hệ nhân quả này. Hơn nữa, dường như một nước vẫn có thể theo đuổi các chính sách phát triển nhà nước xã hội hay tư bản chủ nghĩa, cho phép tăng trưởng kinh tế không phụ

thuộc vào khu vực tài chính¹⁰. Ở những nước như vậy một biện pháp theo khuynh hướng tự do hóa tài chính hầu như không thích hợp. Tuy nhiên, với một nước mong muốn khuyến khích đầu tư khu vực tư nhân thì lời khuyên chính sách mang tính lý thuyết như trên sẽ là bãi bỏ những kiểm soát đối với thị trường vốn. Việc giải phóng (không phải cố định ở mức cao hơn) lãi suất, giảm bớt những yêu cầu dự trữ đối với các ngân hàng thương mại và bỏ đi việc chỉ đạo đầu tư cùng những hình thức trợ cấp lãi suất, dường như là nội dung chính của các biện pháp trọn gói này. Những chính sách khác trong đó có các hình thức kiểm soát, sẽ được xem là biện pháp “tốt nhất hạng hai”. Tuy nhiên, bản thân tự do hóa tài chính vẫn chưa đủ, trừ khi nước áp dụng có một khu vực tài chính đã phát triển tương đối tốt.

Một chính sách tự do hóa dựa trên niềm tin rằng phát triển tài chính dẫn đến phát triển kinh tế sẽ là một chính sách tư bản chủ nghĩa không có sự can thiệp của nhà nước, vì nó ngầm định rằng các thị trường và tổ chức tài chính là những quan tòa thích hợp nhất đối với việc phân bổ vốn đầu tư. Về nguyên tắc điều này có thể chấp nhận được trong một số ngành (chẳng hạn dịch vụ, một số hoạt động nông nghiệp, và phần lớn ngành công nghiệp chế tạo). Nhưng cũng không rõ liệu chính sách này sẽ nhất thiết đưa đến sự phân bổ hiệu quả các nguồn lực trên toàn bộ một nền kinh tế, đặc biệt là những nguồn lực có những biến dạng giá cả nghiêm trọng.

Cách tiếp cận tân tự do (neo-liberal) ngầm định rằng khả năng sinh lợi của tư nhân và của quốc gia là như nhau. Tuy nhiên, những biến dạng phổ biến giữa giá thị trường và giá “hiệu quả” ở các nước đang phát triển, như được ghi nhận trong những tài liệu đang nở rộ về phân tích chi phí và lợi ích xã hội, đã khiến cho giả định này trở nên đáng ngờ. Từ quan điểm quốc gia sự phân bổ các nguồn lực đầu tư do khu vực tài chính sẽ không dẫn đến một tập hợp tối ưu những dự án phát triển. Do đó một chính sách theo khuynh hướng tự do hóa tài chính có thể phải đi kèm với một chương trình cải cách giá. Một yêu cầu xa hơn là khu vực tài chính phải có khuynh hướng có hữu trong việc phân bổ các nguồn lực đến các nhà đầu tư có điều kiện bảo đảm nhất, thay vì những nhà đầu tư có những kế hoạch tốt nhất. Vì vậy, ngay cả trong bối cảnh khả năng sinh lợi của tư nhân, người ta vẫn có thể nghi ngờ liệu khu vực tài chính có phân bổ các nguồn lực một cách hoàn toàn và hiệu quả không, dù rằng khu vực này nhìn chung phân bổ tốt hơn bất kỳ một cơ chế thay thế nào khác.

Người ta cũng nghi ngờ liệu một nghiên cứu về phát triển tài chính có thể đưa đến bất kỳ biện pháp chính sách tin tưởng nào cho tăng trưởng kinh tế hay không. Như Goldsmith đã viết:

Cuối cùng, và đây có thể là điểm quan trọng nhất trong phần thảo luận này, cả kiến thức được hình thành trên nền tảng thực tiễn lẫn lý thuyết của chúng ta đều không đủ để đánh giá những tác động khả dĩ đối với tăng trưởng kinh tế của một tập hợp những thay đổi cho trước trong một hệ thống tài chính, và trong một tình huống cụ thể.

Tuy nhiên, vẫn không thể chứng minh được những biện pháp kiểm soát thay thế của chính phủ đối với khu vực tài chính kết hợp với đầu tư khu vực nhà nước sẽ dẫn đến đầu tư hay tăng trưởng kinh tế nhanh hơn. Dù rằng các chứng cứ có thể không bao giờ đủ tính thuyết phục, cán cân tranh luận dường như nghiêng về ủng hộ các biện pháp tân tự do. Tuy nhiên, như trường hợp của Nhật cho thấy, sự khác biệt về tình hình các nước có nghĩa là một biện pháp chính sách “cho mọi tình huống” là không có giá trị; từng nước riêng lẽ phải quyết định dạng khu vực tài chính nào là có khả năng dẫn đạo tăng trưởng cho đất nước mình. Cuối cùng, tôi muốn nhấn mạnh niềm tin của tôi rằng khu vực tài chính là quan trọng trong phát triển kinh tế, và một khu vực tài chính phân tán, không hiệu quả cũng cản trở tăng trưởng kinh tế không kém gì các khu vực kém hiệu quả như vận tải và năng lượng.

¹⁰ Tuy nhiên, phần thảo luận trong chương 10 về tính hiệu quả của đầu tư khu vực công cũng không thuyết phục được chúng ta tin rằng các nước đang phát triển nhìn chung đã thành công ở lĩnh vực này.