

**Chính sách phát triển**

**Tài trợ phát triển: phát triển tài chính**

*James Riedel*

# Phát triển tài chính: nội dung

1. Các chức năng của hệ thống tài chính
2. Vai trò của chính phủ
3. Tại sao các chính phủ áp chế hệ thống tài chính
4. Các biện pháp mà chính phủ sử dụng để áp chế hệ thống tài chính
5. Cách nào tốt hơn: hệ thống dựa trên ngân hàng hay hệ thống dựa trên thị trường
6. Phát triển tài chính và tăng trưởng
7. Dữ liệu so sánh về phát triển khu vực tài chính

## **Các chức năng của hệ thống tài chính**

1. Phát hành và bảo vệ tiền
2. Xây dựng một cơ chế thanh toán (v.d. hệ thống thanh toán séc – check clearing)
3. Khuyến khích và huy động tiết kiệm và đầu tư tư nhân bằng cách cung cấp nhiều lựa chọn tiết kiệm và đầu tư

## **Vai trò của chính phủ**

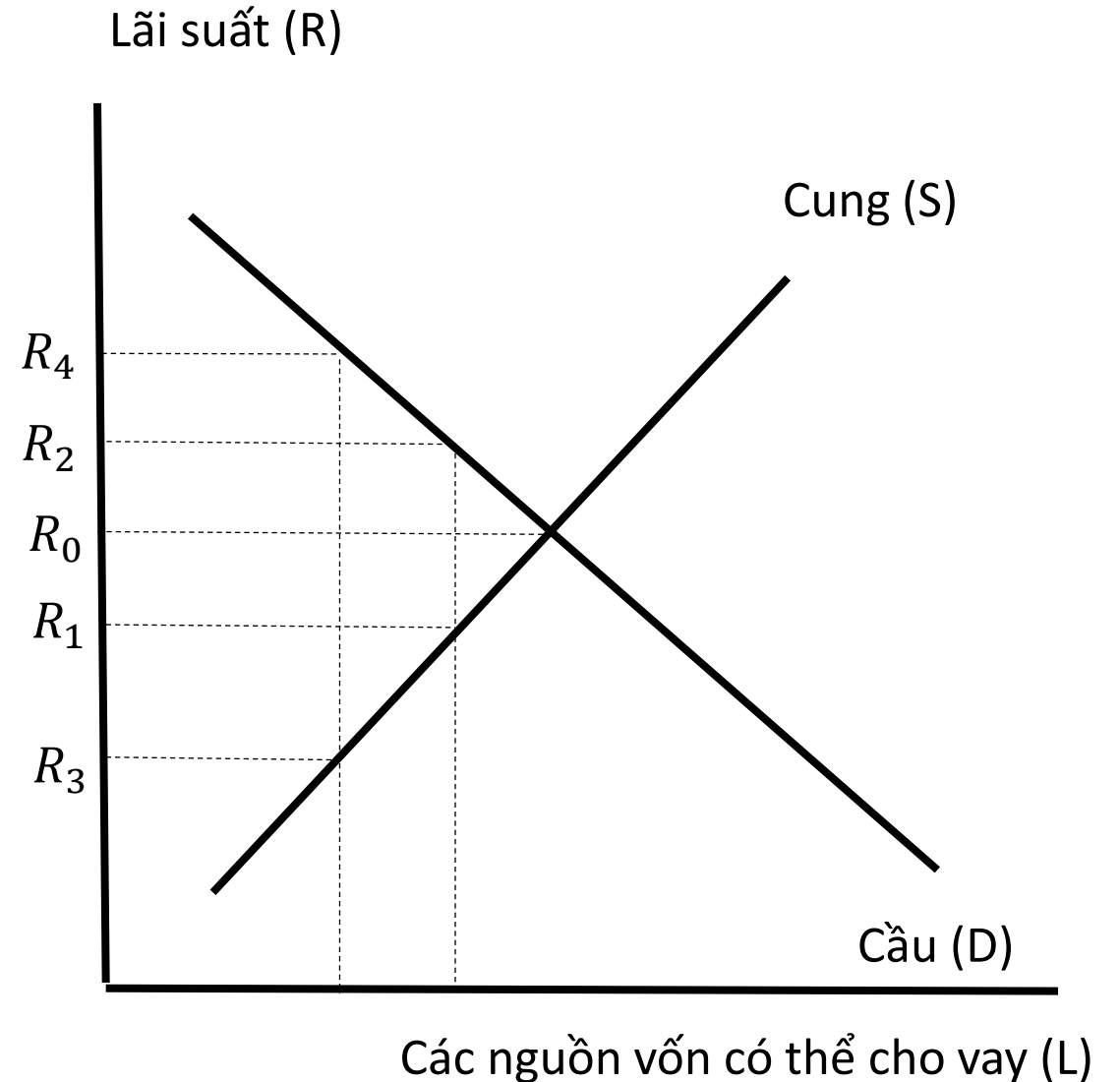
1. Tạo ra một cơ sở pháp lý để bảo vệ quyền lợi của người cho vay và nhà đầu tư
2. Tạo thuận lợi cho việc thu thập và phổ biến thông tin (yêu cầu và chuẩn hóa các hoạt động cung cấp thông tin)
3. Thiết lập và duy trì một đồng tiền lành mạnh
4. Thiết lập các quy định và giám sát cẩn trọng, đồng thời tránh những quy định thắt chặt quá mức.

# Áp chế tài chính: trần lãi suất

Cơ sở mang tính hình thức: (1) ngăn chặn cạnh tranh quá mức, (2) làm cho ngân hàng sinh lời, (3) tăng cường tính lành mạnh của hệ thống ngân hàng

Cơ sở thực tế: yêu cầu ngân hàng cho vay ưu đãi với những đối tượng đi vay được chính phủ ưu tiên

Tác động: khiến cho ngân hàng kiếm lời từ tổn thất của người gửi tiền cũng như người đi vay đồng thời làm giảm nguồn vốn cho vay

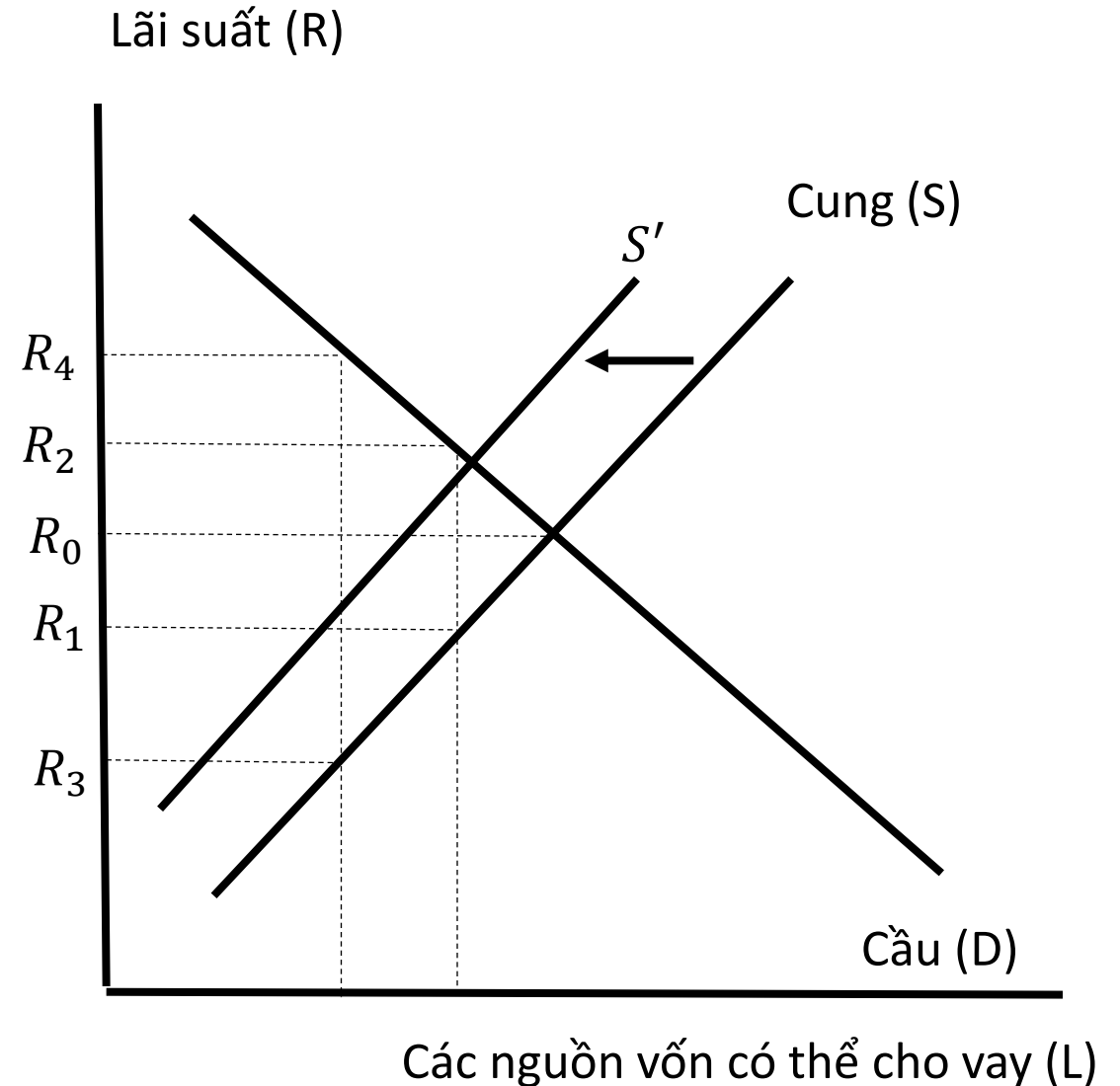


# Áp chế tài chính: yêu cầu dự trữ cao

Cơ sở mang tính hình thức: (1) ngăn chặn cạnh tranh quá mức, (2) làm cho ngân hàng sinh lời, (3) tăng cường tính lành mạnh của hệ thống ngân hàng

Cơ sở thực tế: yêu cầu ngân hàng cho vay ưu đãi với những đối tượng đi vay được chính phủ ưu tiên

Tác động: khiến cho ngân hàng kiếm lời từ tổn thất của người gửi tiền cũng như người đi vay đồng thời làm giảm nguồn vốn cho vay



## **Áp chế tài chính: Tín dụng chính phủ**

Chính phủ có thể sử dụng dự trữ bắt buộc để tài trợ cho các dự án được ưu tiên và có thể quốc hữu hóa ngân hàng để hỗ trợ cho việc tài trợ thâm hụt và các dự án ưu tiên. Cơ sở thường được đưa ra là để nội hóa các ngoại tác trên thị trường tín dụng.

Cho vay theo chính sách với lãi suất ưu đãi tạo nên một khoản thuế đánh lên người gửi tiền và chèn lấn người vay tiền.

## **Áp chế tài chính: chủ sở hữu nhà nước**

Chủ sở hữu Nhà nước là phương thức đơn giản nhất để áp chế hệ thống tài chính và thúc đẩy cho vay theo chính sách. Lưu ý phương thức này phải được gắn liền với hạn chế cạnh tranh đối với ngân hàng tư nhân và các nguồn cho vay khác.

Thành công của Liên Xô vào những năm 1950s, Nhật Bản 1960-90 và các con hổ Đông Á đã thách thức quan điểm truyền thống rằng áp chế tài chính là xấu. Sự sụp đổ của Liên Xô, Nhật kể từ năm 1990 và khủng hoảng tài chính châu Á đã khôi phục niềm tin vào quan điểm truyền thống.

## **Áp chế tài chính: Hạn chế ngân hàng nước ngoài tham gia**

Áp chế tài chính yêu cầu các ngân hàng thương mại nhà nước được bảo hộ khỏi cạnh tranh từ ngân hàng nước ngoài, ngân hàng tư nhân trong nước và thị trường tài chính

## **Áp chế tài chính: dòng vốn**

Hệ thống áp chế tài chính yêu cầu phải kiểm soát vốn và cần có kiểm soát vốn. Sự cần thiết là một phẩm chất. Áp chế tài chính mang tính tự tăng cường. Ghi chú: áp chế tài chính làm tăng nợ xấu và nợ xấu lại làm cơ sở cho áp chế tài chính.

## Hệ thống dựa trên ngân hàng so với hệ thống dựa trên thị trường: Trung Quốc so với Mỹ

**Table 5.1: The Size and Structure of the Financial System in China and the United States in 2004 (percentage)**

|                  | China                 |          | United States         |          |
|------------------|-----------------------|----------|-----------------------|----------|
|                  | Share in total assets | % of GDP | Share in total assets | % of GDP |
| Bank loans       | 72                    | 165      | 26                    | 59       |
| Equities         | 12                    | 26       | 45                    | 103      |
| Government bonds | 16                    | 38       | 18                    | 41       |
| Corporate bonds  | <1                    | <1       | 11                    | 25       |
| Total            | 100                   | 230      | 100                   | 229      |

Source: China Almanac of Banking and Financial Statistics, 2004 and Barth, Koepp and Zhou, 2004. (to be updated to 2004)



## Hệ thống dựa trên ngân hàng so với hệ thống dựa trên thị trường: Trung Quốc so với Mỹ

|  | Mỹ    |       |       | Trung Quốc |       |       | Việt Nam |      |       | Tỷ lệ của tài sản tài chính (2013) |      |
|--|-------|-------|-------|------------|-------|-------|----------|------|-------|------------------------------------|------|
|  | 2003  | 2008  | 2013  | 2003       | 2008  | 2013  | 2003     | 2008 | 2013  | US                                 | CHN  |
| <b>Tài sản ngân hàng/GDP</b>           | 55.7  | 68.2  | 58.1  | 127.8      | 106.6 | 138.7 | 47.4     | 86.7 | 103.4 | 16.3                               | 51.8 |
| <b>Vốn hóa thị trường cổ phiếu/GDP</b> | 110.9 | 110.3 | 107   | 35.3       | 107.1 | 84.3  | 0.4      | 15.9 | 16.2  | 29.9                               | 31.5 |
| <b>Nợ tư nhân /GDP</b>                 | 103   | 120   | 91.9  | 10.4       | 29.3  | 27.5  | na       | na   | na    | 25.7                               | 10.3 |
| <b>Nợ công/GDP</b>                     | 43.5  | 57.6  | 82.6  | 13.9       | 15.6  | 15.1  | na       | na   | na    | 23.1                               | 5.6  |
| <b>Nợ quốc tế/GDP</b>                  | 17.4  | 24    | 17.8  | 1.1        | 1     | 2.4   | 2.6      | 2    | 1.8   | 5.0                                | 0.9  |
| <b>Tài sản phi NH/GDP</b>              | 256.6 | 300.7 | 296.7 | na         | na    | na    | na       | na   | na    | na                                 | na   |
| <b>Non-B F A share</b>                 | 82.2  | 81.5  | 83.6  |            |       |       |          |      |       |                                    |      |

Source: World Bank, The Little Data Book on Financial Development 2015/2016

# Hệ thống dựa trên ngân hàng so với dựa trên thị trường: Tình huống một hệ thống dựa trên ngân hàng

Tình huống một hệ thống dựa trên ngân hàng xuất phát từ phản biện về vai trò của thị trường trong việc cung cấp các chức năng tài chính:

1. Các nhà đầu tư cá nhân không có động cơ tìm kiếm thông tin đầu tư vì vấn đề ăn theo (free riding).
2. Thị trường không giám sát hiệu quả các nhà quản lý, cũng vì vấn đề ăn theo.
3. Các nhà quản lý có hành động để phòng ngừa bị thay thế và do đó làm suy yếu kỷ luật thị trường
4. Quan hệ thân cận giữa hội đồng quản trị và ban giám đốc

# Hệ thống dựa trên ngân hàng so với dựa trên thị trường: Tình huống một hệ thống dựa trên thị trường

## Tình huống một hệ thống dựa trên thị trường:

1. Ảnh hưởng lớn của ngân hàng lên doanh nghiệp có thể gây ra tác động tiêu cực nếu ngân hàng khai thác đặc lợi quá mức từ doanh nghiệp, làm giảm suất sinh lợi kỳ vọng từ các khoản đầu tư có lời.
2. Là người chủ nợ, ngân hàng cực kỳ sợ rủi ro, dẫn đến hạn chế sáng tạo và tăng trưởng.
3. Chủ ngân hàng có thể thông đồng với doanh nghiệp làm thiệt hại những người cho vay khác.
4. Thị trường cung cấp một loạt công cụ quản lý rủi ro phong phú hơn.

# Hệ thống dựa trên ngân hàng so với dựa trên thị trường: “chức năng tài chính” và “quan điểm pháp lý”

## Chức năng tài chính và quan điểm pháp lý:

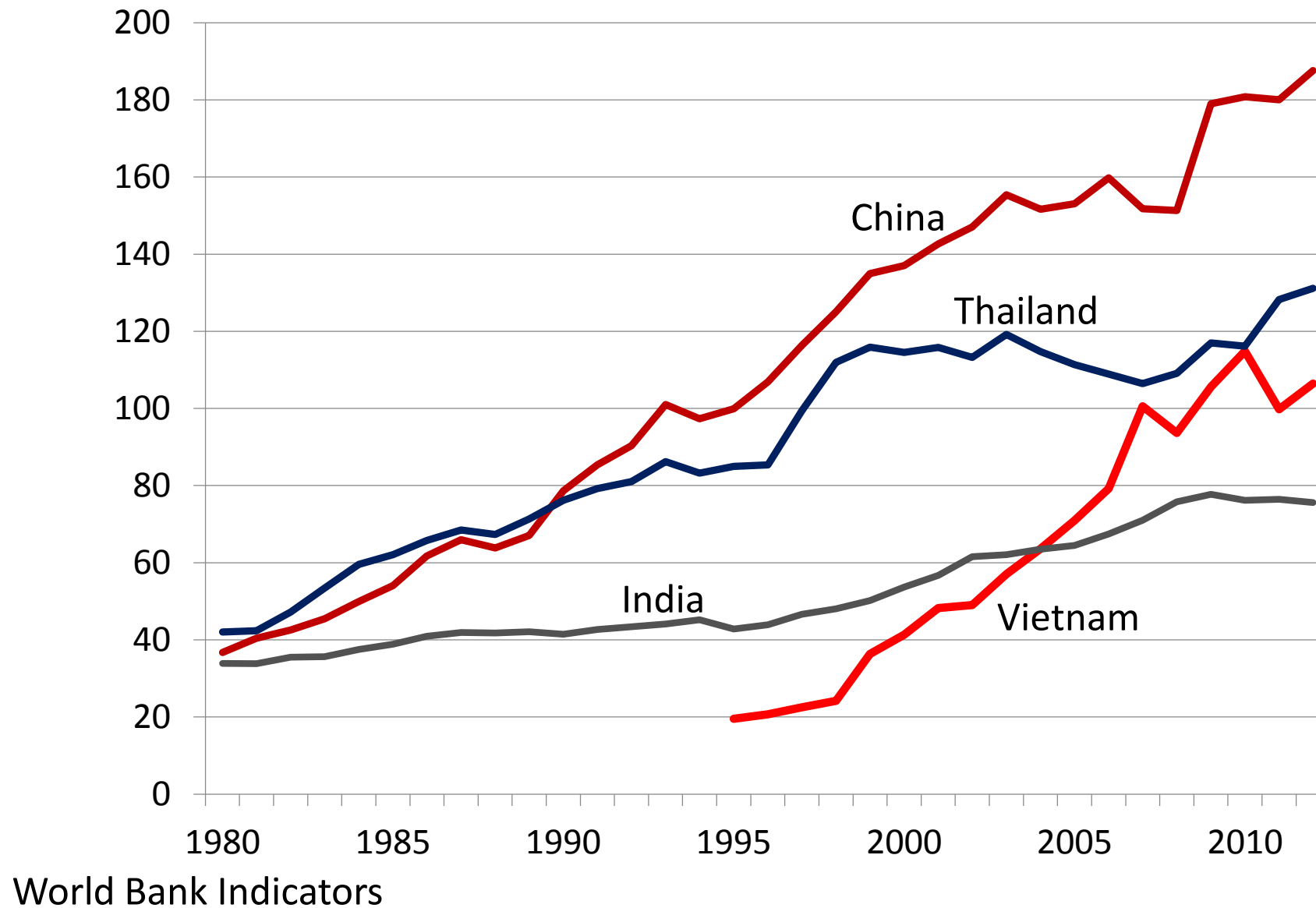
- Quan điểm chức năng tài chính cho rằng các thành phần của hệ thống tài chính có tầm quan trọng thứ yếu.
- Thị trường và ngân hàng cung cấp các dịch vụ bổ trợ.
- Có bằng chứng rằng sự phát triển của thị trường chứng khoán dẫn đến sử dụng tài trợ từ ngân hàng nhiều hơn.
- Hệ thống pháp lý là nguồn gốc cơ bản của khác biệt về phát triển tài chính, chứ không phải là hệ thống dựa trên ngân hàng hay dựa trên thị trường.

# Phát triển tài chính và tăng trưởng: Thước đo phát triển tài chính

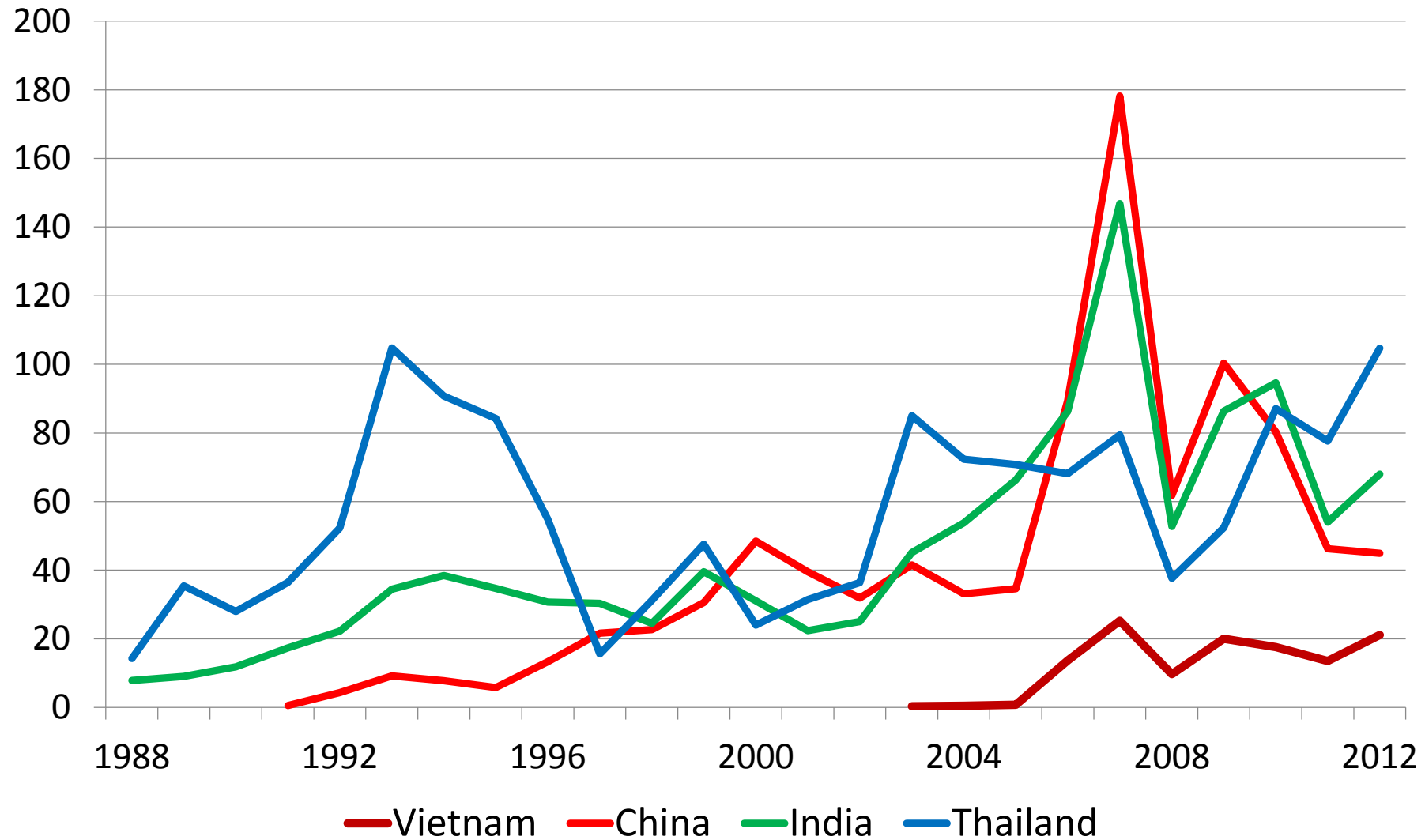
## Các thước đo phát triển tài chính phổ biến:

- Độ sâu (depth): Nợ có thanh khoản (M2) theo % GDP
- Ngân hàng: Tín dụng ngân hàng thương mại theo % của (tín dụng ngân hàng thương mại và tài sản trong nước của ngân hàng trung ương)
- PRIVY: Tổng quyền (claims) đối với khu vực tư nhân theo % GDP
- STKCAP: Vốn hóa thị trường chứng khoán theo % GDP
- Doanh số (TURNOVER): Khối lượng giao dịch trên thị trường chứng khoán tính theo % của vốn hóa thị trường chứng khoán

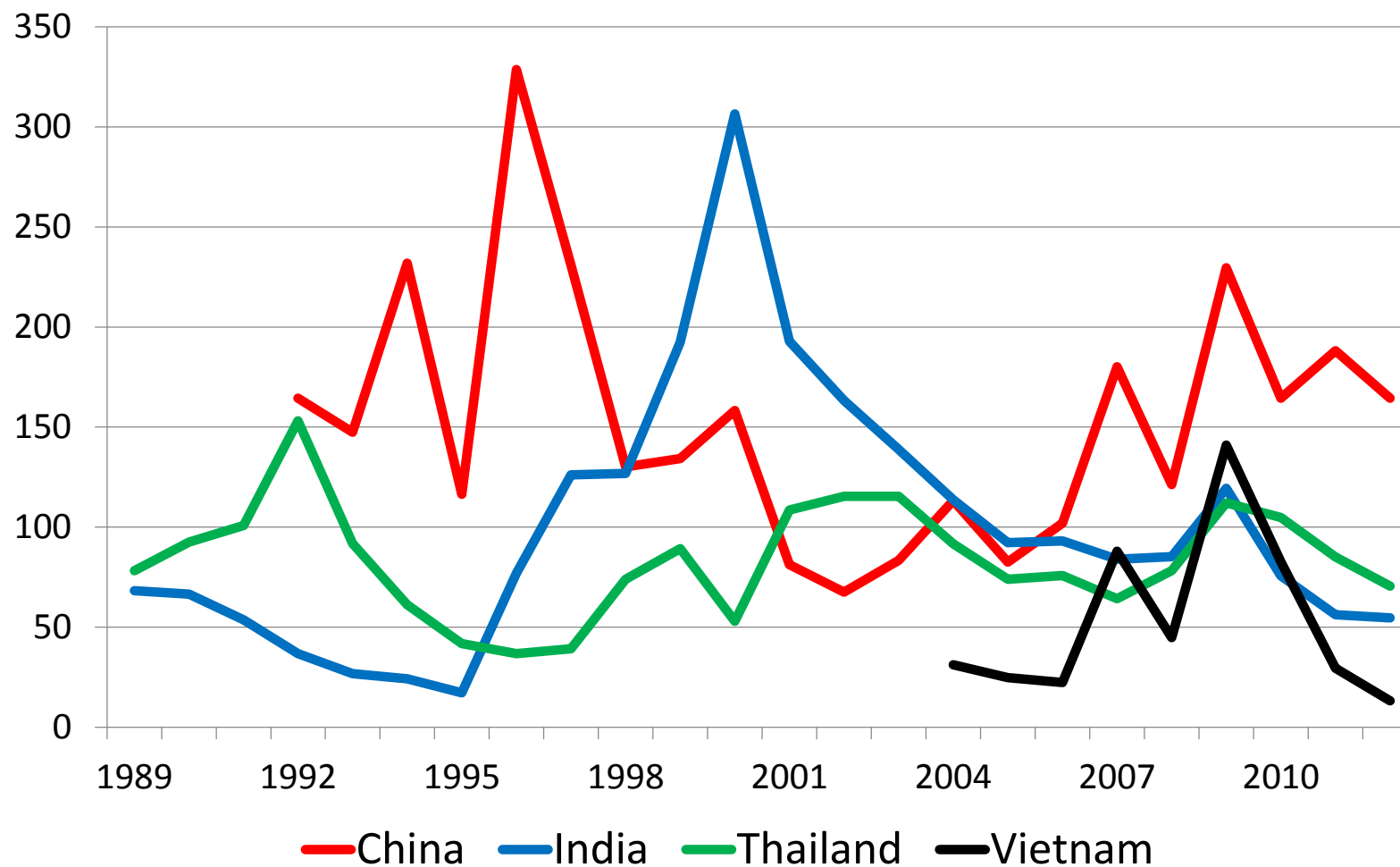
# Độ sâu: Tiền mở rộng (M2) theo % GDP ở một số nước: 1980-2012



# Vốn hóa thị trường chứng khoán theo % GDP



# Doanh số: Khối lượng giao dịch trên thị trường chứng khoán tính theo % của vốn hóa thị trường chứng khoán





## Phát triển tài chính và tăng trưởng: Một mô hình đơn giản

Tác động của tự do hóa tài chính lên tăng trưởng có thể được minh họa bằng một mô hình tăng trưởng nội sinh đơn giản, theo đó tốc độ tăng trưởng ( $g$ ) là hàm số của hiệu quả đầu tư ( $A$ ) và tỷ lệ đầu tư ( $I/Y$ )

$$(1) \quad g = A \cdot \frac{I}{Y}$$

Nếu trung gian tài chính không hiệu quả, thì chỉ một phần ( $\theta$ ) của tiết kiệm quốc gia sẽ được chuyển thành đầu tư:

$$(2) \quad I = \theta \cdot S$$

Thế (2) vào (1) ta có:

$$(3) \quad g = A \cdot \theta \cdot \frac{S}{Y}$$

Phát triển tài chính thúc đẩy tăng trưởng bằng cách tăng  $\theta$  (nghĩa là làm cho trung gian tài chính trở nên hiệu quả hơn)

# Phát triển tài chính và tăng trưởng: Một mô hình đơn giản

## Phát triển tài chính thúc đẩy tăng trưởng bằng cách tăng $\phi$ .

- *Hút các khoản tiết kiệm chảy vào doanh nghiệp.* Phát triển tài chính làm giảm những lỗ hổng, tăng  $\phi$ , và thúc đẩy tăng trưởng. Lỗ hổng phát sinh từ mức chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi và phí mà bên môi giới nhận được.
- *Cải thiện việc phân bổ vốn.* Bên trung gian tăng năng suất vốn bằng cách (1) thu thập thông tin để đánh giá các phương án đầu tư, và (2) khuyến khích các cá nhân đầu tư vào các công nghệ rủi ro hơn nhưng có năng suất cao hơn bằng cách chia sẻ rủi ro.
- *Ảnh hưởng đến tỷ lệ tiết kiệm.* Quan hệ giữa trung gian tài chính và tiết kiệm là không rõ ràng. Phát triển tài chính cung cấp (1) bảo hiểm cho các “cú sốc bất ngờ” (v.d. bệnh tật), (2) đa dạng hóa các rủi ro về suất sinh lợi, (3) khả năng tiếp cận tín dụng lớn hơn với chi phí thấp hơn. Tất cả đều có tác động không rõ vì hoặc là làm giảm động cơ tiết kiệm để phòng ngừa hoặc là loại bỏ các hạn chế tín dụng. Ngoài ra, phát triển tài chính còn dẫn đến lãi suất tiền gửi cao hơn, tác động của cải có thể lấn át tác động thay thế, khiến cho tiết kiệm thấp hơn.

# Bảng chứng thực tế về tài chính và tăng trưởng

Table 2: Growth and Initial Financial Depth, 1960-89

| Dependent Variable                      | Depth in 1960    |
|---|------------------|
| Real per Capita GDP Growth, 1960-89     | 2.8**<br>(0.001) |
| R <sup>2</sup>                          | 0.61             |
| Real per Capita Capital Growth, 1960-89 | 1.9**<br>(0.001) |
| R <sup>2</sup>                          | 0.63             |
| Productivity Growth, 1960-89            | 2.2**<br>(0.001) |
| R <sup>2</sup>                          | 0.58             |

**Sources:** King and Levine (1993b), Table VIII; and Levine (1997), Table 3

\* significant at the 0.10 level, \*\* significant at the 0.05 level

(p-values in parentheses). Observations: 57

*Variable definitions:*

DEPTH = Liquid Liabilities/GDP

Productivity Growth = Real per capita GDP growth - (0.3)\*(Real per capita Capital growth)

*Other explanatory variables included in each of the regression results reported above:*

logarithm of initial income, logarithm of initial secondary school enrollment, ratio of government consumption expenditure to GDP, inflation rate, and ratio of exports plus imports to GDP.

# Bảng chứng thực tế về tài chính và tăng trưởng

Table 3: Stock Market and Bank Development Predict Growth, 1976-1993

| <u>Dependent Variable (1976-93)</u> | <u>Independent Variables (1976)</u> |                   | R <sup>2</sup> |
|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------|----------------|
|                                     | Bank Credit                         | Turnover          |                |
| Real per Capita GDP Growth          | 1.31**<br>(0.022)                   | 2.69**<br>(0.005) | 0.50           |
| Real per Capita Capital Growth      | 1.48**<br>(0.025)                   | 2.22**<br>(0.024) | 0.51           |
| Productivity Growth                 | 1.11**<br>(0.020)                   | 2.01**<br>(0.029) | 0.40           |

**Source: Levine and Zervos (1998), Table 3.**

\* significant at the 0.10 level, \*\* significant at the 0.05 level. (p-values in parentheses)

Observations: 42 for the real per capita GDP growth regression and 41 for the others.

*Variable definitions:*

Bank Credit = Bank credit to the private sector / GDP in 1976 or the closest date with data.

Turnover = Value of the trades of domestic shares on domestic exchanges as a share of market capitalization of domestic shares in 1976 or the closest date with data.

Productivity Growth = Real per capita GDP growth - (0.3)\*(Real per capita Capital growth)

*Other explanatory variables included in each of regression results reported above:*

logarithm of initial income, logarithm of initial secondary school enrollment, ratio of government consumption expenditures to GDP, inflation rate, black market exchange rate premium, and frequency of revolutions and coups.

# So sánh các chỉ số phát triển tài chính giữa Mỹ, Trung Quốc và Việt Nam

Nguồn:

World Bank,  
*The Little Data Book on Financial Development*  
20015/16

| Tất cả dữ liệu là cho năm 2013 trừ phi ghi chú khác | Mỹ  | TQ  | VN  |
|---|-----|-----|-----|
| <b>Thị trường tài chính</b>                         |     |     |     |
| Các khoản vay tổng hợp/GDP                          | 12  | 1   | 5   |
| Trái phiếu doanh nghiệp/GDP                         | 5   | 4   | 0   |
| Thời hạn của các khoản vay tổng hợp                 | 5   | 5   | 14  |
| Thời hạn của trái phiếu doanh nghiệp                | 11  | 5   | 5   |
| <b>Tiếp cận</b>                                     |     |     |     |
| Chi nhánh ngân hàng /100.000 người lớn              | 34  | 8   | 4   |
| Số tài khoản ngân hàng (% người lớn)                | 88  | 64  | 21  |
| Tiết kiệm ở NH trong năm qua (% người lớn)          | 50  | 32  | 8   |
| <b>Hiệu quả</b>                                     |     |     |     |
| Biên lãi ròng (%)                                   | 4   | 2   | 3   |
| Chênh lệch vay – gửi ngân hàng                      |     | 3   | 3   |
| Chi phí hành chính ngân hàng /tổng tài sản (%)      | 3   | 1   | 2   |
| Suất sinh lợi từ tài sản của NH (% sau thuế)        | 1   | 0   | 1   |
| Suất sinh lợi từ cổ phiếu của NH (% sau thuế)       | 15  | 8   | 6   |
| Tỷ lệ doanh số thị trường chứng khoán (%)           | 124 | 161 | 13  |
| Tỷ lệ tập trung ngân hàng                           | 35  | 39  | 45  |
| <b>Biến thiên</b>                                   |     |     |     |
| Suất sinh lợi thị trường CK năm 2003 (%)            | -3  | -17 | 19  |
| Suất sinh lợi thị trường CK năm 2008 (%)            | -6  | -29 | -51 |
| Suất sinh lợi thị trường CK năm 2013 (%)            | -21 | -51 | 19  |

## Câu hỏi thảo luận

Tự do hóa/ cải cách tài chính có nên là một ưu tiên cho Việt Nam không?

Nếu có, thì tại sao?

Nếu có, tại sao đến giờ nó mới trở thành ưu tiên?

Nếu có, tự do hóa tài chính nên bắt đầu ở đâu?

Có nên thúc đẩy tự do hóa tài chính không?

Tại sao hoặc tại sao không?

