

Để cho tài chính có hiệu quả

Tiền tệ là yếu tố lớn nhất trong cuộc sống và được sử dụng kém cỏi nhất. Con người không biết làm thế nào để giữ gìn nó, nuôi dưỡng nó, tưới tẩm cho nó, và làm cho nó tăng trưởng

Phát biểu của Margayya, chuyên gia tài chính, trong cuốn tiểu thuyết cùng tên của R. K. Narayan (1952)

HẦU HẾT SỰ TẬP TRUNG TRỞ LẠI trong những năm gần đây vào hệ thống tài chính của các nước đang phát triển đều phản ánh sự phát triển sâu, nhanh chóng và thường ngoạn mục về qui mô và mức độ phức tạp của hệ thống tài chính ở các nền kinh tế tiên tiến. Sự phát triển sâu này cho thấy, bản chất của những tiến bộ kinh tế đương đại có thể nặng về tài chính hơn là trước đây người ta nghĩ, và các nhà hoạch định chính sách trong các nước đang phát triển cần quan tâm hơn đến việc đảm bảo cho hệ thống tài chính của nước mình, có thể và thực sự vận hành có hiệu quả.

Với những lý do thuyết phục sẽ bàn đến dưới đây, ngày nay, các nhà hoạch định chính sách trên khắp thế giới đã coi củng cố tài chính là ưu tiên hàng đầu: tất cả mọi người dường như đều muốn xây dựng các hệ thống tài chính sâu hơn, tinh vi hơn, với hy vọng sẽ góp phần to lớn vào thành tích hoạt động kinh tế. Triển vọng này không phải không gây tranh cãi, nhưng trái với quan điểm đối lập cho rằng, tài chính chỉ đơn

**Caé nĩ ñ kinh tĩ ñgaỹ
caõg sũ ñuãg nhĩ ù hoã
ãõãg taã chĩnh**

thuần tuân theo và thích nghi với tiến bộ kinh tế thực tế, vô số những nghiên cứu thực nghiệm đã khẳng định mạnh mẽ rằng, cải thiện cách thức tổ chức tài chính phải đi trước và góp phần vào thành tựu kinh tế.

Từ đó, một câu hỏi được đặt ra là, làm thế nào một quốc gia có thể phát triển hệ thống tài chính có hiệu quả hơn. Có phải hệ thống tài chính càng lớn, càng tốt hay không? Có cách lựa chọn rõ ràng nào về hình dáng tài chính, xét về tầm quan trọng tương đối của các loại trung gian tài chính hoặc thị trường tài chính khác nhau? Và những bộ phận cơ sở hạ tầng nào cần có để hỗ trợ cho tài chính? Tất cả những vấn đề này đã trở thành chủ đề của một cuộc tranh luận nghiên cứu sôi động, nhất là trong thập kỷ vừa qua, khi hệ thống tài chính trong các nền kinh tế chuyển đổi phải được xây dựng gần như từ đầu, một vấn đề đòi hỏi các nhà hoạch định chính sách và các học giả phải quay lại từ những nguyên tắc đầu tiên. Sự tương phản về mô hình và cách tiếp cận cơ cấu và cơ sở hạ tầng trong các nền kinh tế tiên tiến đã trở thành tiêu điểm khảo sát – nhưng thật trớ trêu, vào đúng cái lúc mà những sự tương phản đó đang bắt đầu mất dần.

Tuy vẫn còn nhiều điều cần phải tìm hiểu từ việc phân tích so sánh về nguyên nhân và kết quả của những hoạt động trái ngược nhau trong khu vực tài chính, nhưng cho tới nay, với những nghiên cứu gần đây, đã cho phép rút ra một số kết luận quan trọng. *Sự mong muốn chung được chứng kiến một hệ thống tài chính vận hành có hiệu quả đã được mối quan hệ nhân quả rõ ràng của hệ thống tài chính với tăng trưởng, ổn định kinh tế vĩ mô và xoá đói giảm nghèo, khẳng định.* Những cố gắng nhằm phân biệt đối xử giữa các loại cấu trúc khác nhau của tài chính từ bên ngoài, qua sự lựa chọn thiên về hoạt động ngân hàng hơn là thị trường tài chính, hoặc ngược lại, đều không được bảo đảm, và có thể có tác dụng ngược lại.

Sự vận hành hữu hiệu của tất cả thị trường này trong những cam kết từ kỳ hạn này sang kỳ hạn khác, đòi hỏi phải có một cơ sở hạ tầng thuận lợi cho việc công bố thông tin, đảm bảo hiệu lực hợp đồng, và cho các hành vi cạnh tranh. Cơ sở

**Coánõã möëquan hĩ á
nhên quaãroããg giũã taã
chinh vaãphaã triĩ ñ**

**Möã hĩ ãhöög taãchinh
vêã haãh trún tru àoãhoã
phaãcoácú súãhaãtêng böi
trúa**

hạ tầng về hợp đồng và thông tin này nếu có thì cũng phải nghiêng theo hướng trực tiếp bảo vệ lợi ích của *những người cấp vốn* từ bên ngoài: lợi ích dài hạn của *những người sử dụng* tương lai sẽ được đáp ứng nghèo nàn với một cơ sở hạ tầng chỉ mang lại cho những người cung cấp tiềm năng một sự bảo đảm yếu ớt đến mức họ quyết định giữ lại vốn. Hơn nữa, cơ sở hạ tầng cũng cần được tạo hình theo hướng hạn chế việc sử dụng quyền lực thị trường, không chỉ trong hoạt động ngân hàng, mà còn bởi những người trong cuộc – bất kể là trong một doanh nghiệp hay trên thị trường chứng khoán – gây bất lợi cho các cổ đông bên ngoài.

Trong chừng mực nào thì tất cả những dịch vụ tài chính này sẽ – và cần phải – được cung cấp tại chỗ bằng các doanh nghiệp và thị trường tài chính trong nước, mà không phải nhập khẩu hoặc do các doanh nghiệp sở hữu nước ngoài cung cấp, đó là một câu hỏi then chốt mà chúng ta sẽ quay lại trong Chương 4.

Đến đây, chúng ta hãy tạm dừng để làm rõ khái niệm phát triển tài chính, một khái niệm bao hàm cả thể chế và chức năng. Bắt đầu từ chính tiền tệ, các thể chế chuyên môn hoá, kể cả các trung gian tài chính, thị trường và các tác nhân khác, đều ngày càng trở nên phổ biến trong hoạt động tài chính của nền kinh tế để thay thế cho những thoả thuận song phương. Tuy nhiên, có một điều cần ghi nhớ, nhất là ở các nước đang phát triển rằng, phần lớn tài chính đều được cung cấp trong nội bộ gia đình, thông qua các quan hệ hợp tác hoặc doanh nghiệp phi công ty. Mặc dù vậy, trong khi tài chính có thể, và trên thực tế, thực sự tồn tại mà không cần những công ty tài chính chuyên nghiệp, thì phần thảo luận của chúng ta lại chỉ giới hạn trong tài chính *có tổ chức*, tức là với các nguồn vốn được các công ty tài chính chuyên nghiệp xử lý, làm trung gian và quản lý, hoặc được trao đổi trên các thị trường có tổ chức.¹

Quan trọng hơn hình thức tổ chức của các công ty và thị trường này, là những chức năng cơ bản của tài chính mà chúng thực hiện. Mặc dù hầu hết các hoạt động tài chính rõ

ràng đều liên quan đến sự chuyển giao nguồn vốn để đổi lấy hàng hoá, dịch vụ, hoặc hứa hẹn sẽ thu lãi trong tương lai, nhưng điều quan trọng là phải “đào sâu hơn”. Trên thực tế, hệ thống các thể chế tạo nên hình thức tổ chức tài chính của nền kinh tế có thể được xem như đang góp phần đưa ra vô số những nhu cầu của nền kinh tế đối với nhiều chức năng khác sâu hơn việc trao đổi hoặc chuyển giao giản đơn (Levine 1997; Merton và Bodie 2000):

Chức năng chính của tài chính

- Huy động tiền tiết kiệm (với yêu cầu này, nếu không có các thể chế thì các cơ sở giao dịch sẽ hạn chế hơn nhiều).
- Phân bổ nguồn vốn (đặc biệt là để tài trợ cho các dự án đầu tư có hiệu quả).
- Giám sát các nhà quản lý (sao cho nguồn vốn đã phân bổ được chi tiêu như đã định).
- Biến cải rủi ro (giảm rủi ro thông qua việc tập hợp chúng lại và cho phép những ai sẵn sàng gánh chịu nhất được đứng ra gánh chịu).

Ngoài việc tập trung vào hệ thống thanh toán, hầu hết các sách giáo khoa đều dừng lại ở các chức năng huy động và phân bổ, mặc dù chức năng giám sát và biến cải rủi ro cũng rất trọng yếu. Tuy khu vực tài chính không được độc quyền sở hữu quỹ vốn trí thức của nền kinh tế, nhưng chính những chức năng sâu rộng hơn đó đã giải thích cho đặc trưng của khu vực này là vận hành như bộ não của nền kinh tế.

Giám sát có nghĩa là các trung gian tài chính không chỉ đơn thuần thu thập thông tin về các công ty và phân bổ vốn vay hay đầu tư cho chúng, mà còn phải liên tục theo dõi các hoạt động của bên nhận vốn và tận dụng quyền kiểm soát công ty, bất kể bằng cách thực hiện các thoả thuận trong những hợp đồng hiện có, hay suy cho cùng, là bằng cách rút vốn hoặc không tái tiếp tục việc tài trợ. Những hoạt động này rất có giá trị, vì rất khó thu thập được và rất tốn kém, nếu muốn kiểm chứng các thông tin. Bằng cách này, các trung gian tài chính đã hoạt động như “những giám sát viên được chỉ định” (Diamond 1984), mà nếu không có chúng, thì sẽ rất khó có thể

tách rời việc sở hữu và quản lý các doanh nghiệp.

Cũng như vậy, việc chuyển giao và giảm thiểu rủi ro cũng bị xem nhẹ; sự đa dạng của các công cụ tài chính có liên quan và việc thỉnh thoảng chúng mang lại những kết quả không như mong muốn, thường đã làm cho chức năng này ít được coi trọng như những gì chúng xứng đáng được hưởng. Một số rủi ro có thể triệt tiêu được đơn giản bằng việc tiếp cận đến khả năng thanh khoản. Vì thế, các doanh nhân tiếp cận được các nguồn tiết kiệm để thanh khoản – chính họ và những người khác – có thể sẵn sàng tiến hành các dự án rủi ro cao hơn, nhưng lãi suất cũng lớn hơn, mà các dự án này thúc đẩy tăng trưởng, hoặc các nhà đầu tư có thể sẵn sàng tài trợ cho dự án (hoặc cho một nước) nếu họ biết rằng, họ có thể thoát ra khỏi dự án bằng cách bán đi mà không cần có những hành động làm cho giá bị kéo xuống thấp đến mức việc mua bán ấy chẳng còn chút giá trị nào. Những rủi ro cụ thể mà ai cũng gặp phải – từ những cơn bão hay hiện tượng *El Nino* đối với nông dân đến những biến đổi công nghệ đối với các doanh nhân điện tử – cũng có thể được giảm nhẹ bằng cách chia sẻ rủi ro với các nhà đầu tư khác. Những công cụ chuyên môn hoá đã được phát kiến ra thường xuyên để tách rời ra và tập hợp lại các rủi ro.

Tài chính có thể giúp ích gì cho kinh tế?

CHÚNG TA SẼ THẤY NHỮNG ĐÓNG GÓP LỚN của tài chính vào thành tích hoạt động kinh tế trên ba phương diện. Thứ nhất, và có lẽ cũng là quan trọng nhất là, liệu nó có thực sự có những đóng góp chung vào sự tăng trưởng kinh tế trung bình dài hạn hay không; thứ hai, liệu nó có đóng góp gì thêm vào công cuộc giảm đói nghèo hay không; và thứ ba, liệu tài chính có thành công trong việc ổn định hoá các hoạt động kinh tế và thu nhập hay không. Trên cả ba phương diện này, các kết quả nghiên cứu gần đây đều cho thấy vai trò tích cực rõ ràng của các thể chế tài chính chính thức.

Hầu như bất kể chúng ta đo lường sự phát triển tài chính

Phát triển tài chính tạo ra tăng trưởng

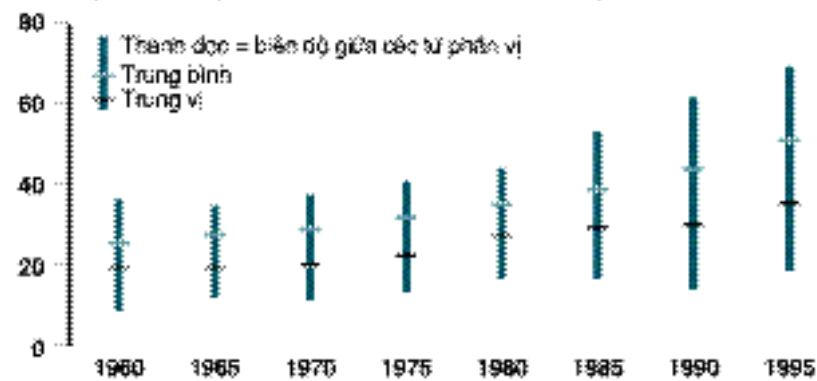
bằng cách nào thì cũng vẫn thấy mối liên hệ qua nhiều nước giữa tài chính và mức thu nhập bình quân đầu người (Hình 1.1). Tuy nhiên, mối quan hệ này không nhất thiết phải mang tính nhân quả, và như biểu đồ đã thể hiện, thậm chí còn có sự khác biệt rất lớn giữa trình độ phát triển tài chính giữa các nước ở cùng mức thu nhập tương đương nhau, và sự khác biệt này tồn tại dai dẳng cùng thời gian (Hình 1.2). Tuy nhiên, trong nhiều năm trước đây, giả thuyết cho rằng, mối quan hệ này có tính nhân quả đã liên tục đứng vững sau hàng loạt các cuộc kiểm định khảo sát kinh tế lượng.

Việc tìm hiểu thực nghiệm chính thức vấn đề này đã bắt đầu từ hơn 30 năm nay, và đã tích lũy được rất nhiều bằng chứng.² Có lẽ dấu hiệu cơ bản rõ rệt nhất chứng tỏ mối quan hệ này mang tính nhân quả – như đã thấy trong Hình 2 phần Tổng quan – là trình độ phát triển tài chính từ năm 1960 có thể giúp cho dự đoán sự tăng trưởng kinh tế tiếp theo, ngay cả khi đã tính đến các yếu tố quyết định tăng trưởng khác đã biết (kể cả hiệu ứng đuối kíp từ mức thu nhập bình quân đầu người ban đầu thấp và tỉ lệ nhập học phổ thông năm 1960). Lần đầu tiên King và Levine (1993a) đã trình bày sự tăng trưởng kinh tế cho đến năm 1989, và sức mạnh được dự báo này đã tiếp tục diễn ra cho đến tận hiện nay, khi bổ sung thêm các số liệu tăng trưởng cho những năm tiếp theo.

Có lẽ thuyết phục nhất trong số những nghiên cứu gần đây hơn (Levine, Loayza và Beck 2000) là việc sử dụng bộ số liệu phong phú cho giai đoạn 1960-95 để đưa ra sự đánh giá toàn diện hơn, đặc biệt là đối với vấn đề then chốt: liệu có phải chính quá trình tăng trưởng kinh tế phản hồi lại sự phát triển tài chính, chứ không phải ngược lại hay không? Một số khía cạnh của khu vực tài chính rõ ràng đã được quyết định trước khi có sự tăng trưởng hiện nay, và điều mà Levine, Loayza và Beck đã chỉ ra, về bản chất, là trình độ phát triển tài chính của mỗi nước có thể phần nào dự báo được bằng một yếu tố đi trước như vậy, với tên gọi là xuất xứ của hệ thống pháp lý (tức là, nó dựa trên truyền thống của Anh, Pháp, Đức hay Xcăngđinavi).³ Như chúng ta sẽ thấy, không chỉ có vai trò của

Hình 1.2. Sự phát triển tài chính qua thời gian

Tín dụng ngân hàng dành cho khu vực tư nhân, tỉ trọng so với GDP



Chỉ số biến động lệch chuẩn đo lường mức độ biến động giữa các tư nhân và đã phát triển sau của tài chính ở 70% số quốc gia tại cùng thời điểm chuyển biến đó. Trung bình và trung vị được thể hiện bằng các thanh ngang trên và dưới.
 Nguồn: Cơ sở dữ liệu Fitch.

Tỉ lệ tín dụng ngân hàng dành cho khu vực tư nhân tăng tương đối so với GDP, nhưng mức độ biến động thì ngược lại.

quan với tăng trưởng dài hạn (ngay cả khi đã giữ nguyên các yếu tố quyết định chuẩn đối với tăng trưởng khác), từ đó, dường như đã loại bỏ được ý tưởng cho rằng, tất cả hay phần lớn các mối liên hệ tài chính – phát triển đều là quan hệ nhân quả theo chiều ngược lại.

Thước đo ưa thích về sự phát triển tài chính của Levine, Loayza và Beck là tỉ lệ tín dụng ngân hàng (hay gần như ngân hàng) được phân bổ cho khu vực tư nhân, thể hiện dưới dạng tỉ trọng trong GDP. Sự nhấn mạnh khu vực tư nhân phản ánh một điều: tín dụng cho chính phủ không bao hàm nhiều chức năng phân bổ, giám sát và quản lý rủi ro. Vì thế, nó không chỉ là thước đo về độ sâu tài chính, như tỉ lệ giữa tiền tệ và GDP. Nó cũng không hoàn toàn là thước đo vai trò của khu vực tư nhân trong phân bổ tín dụng; một thước đo tốt hơn cho vấn đề này là tỉ lệ giữa tài sản của ngân hàng trung ương so với các ngân hàng khác. Điều đáng lưu ý là, cả hai thước đo thay thế cho nhau này đều có thể có mối tương quan với tăng trưởng GDP. Và cả hai đều đã đứng vững trong kiểm định về

mối quan hệ nhân quả ngược. Kết quả tương tự cũng đã thấy đối với các thước đo mức độ vốn hoá và thanh khoản của thị trường chứng khoán, như sẽ trình bày dưới đây.

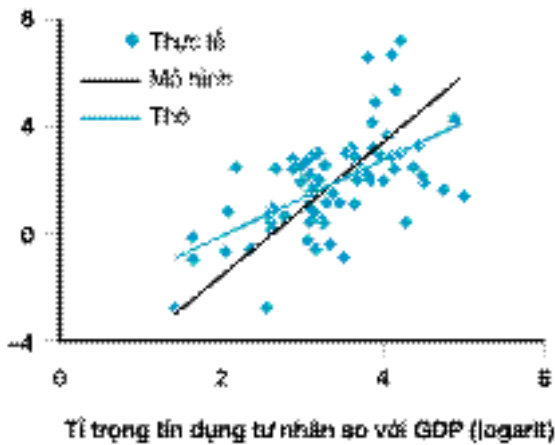
Qui mô tác động ước lượng được rất lớn, thậm chí còn lớn hơn cả những gì dự đoán được bằng mô hình hồi quy thô sơ về tốc độ tăng trưởng của sự phát triển tài chính (Hình 1.3): tăng gấp đôi tỉ lệ tín dụng tư nhân (thí dụ, từ 19% GDP lên đến mức trung bình của mẫu là 38%) sẽ kéo theo tốc độ tăng trưởng dài hạn trung bình cao hơn gần 2% (Hộp 1.1). Quả thực, tỉ lệ này cũng như các tỉ số khác trong khu vực tài chính đều không phải là biến số chính sách, và sự phát triển lành mạnh của khu vực này phụ thuộc vào chất lượng của cơ sở hạ tầng và môi trường đôn bẩy khuyến khích mà trong đó khu vực tài chính vận hành.⁴

Thông qua việc hỗ trợ tăng trưởng, sự phát triển tài chính có hiệu ứng mạnh nhất đến việc cải thiện mức sống của người nghèo. Tuy nhiên, có một số người cho rằng, dịch vụ của hệ thống tài chính chính thức chỉ có lợi cho người giàu, thậm chí họ còn cho rằng, có thể phải trả giá cho sự tăng trưởng được

Tăng trưởng dựa vào tài chính là công cụ cho người nghèo ¾

Hình 1.3 Tác động thô và tác động đã mô hình hoá của phát triển tài chính đến tăng trưởng

Tăng trưởng GDP bình quân năm 1960-95 (trung bình hàng năm)



Nguồn: Levine, Loayza, và Beck (2000)

Hộp 1.1. Duâg hĩ ãsõđúg quan hõi quy ài ísuy àoá hĩ ã úg chính sách

VIỆC SỬ DỤNG CÁC HỆ SỐ HỒI QUY ƯỚC lượng được để dự đoán xem điều gì sẽ xảy ra trong một nước khi một trong các biến giải thích bị chính sách làm cho thay đổi, có sức hấp dẫn rất lớn. Để bắt đầu, chúng ta cần nhận thức được những hạn chế của phân tích hồi quy: sự phụ thuộc vào các số liệu có vẻ đồ sộ nhưng thiếu hoàn chỉnh, và khả năng sử dụng các tính chất mô hình khác có thể làm thay đổi kết quả định lượng. Ngay cả khi chúng ta tự cho rằng phép hồi quy mà chúng ta đã chọn là chấp nhận được với những hiểu biết hiện có, thì vẫn cần phải thoả mãn ba kiểm định nữa trước khi có thể sử dụng mối quan hệ ước lượng được để dự báo tác động của chính sách.

Thứ nhất, mối quan hệ này không được chứa đựng thiên hướng nội sinh. Thứ hai, không được bỏ qua những biến số liên quan mà những biến số này lại có mối tương quan với biến số đang xét. Thứ ba, biến số phải thực sự đối chứng được.¹

Xét mối quan hệ đã nêu trong phần nội dung: tín dụng tư nhân → tăng trưởng. Ở đây ít nhất có hai vấn đề rõ ràng có liên quan và phải được khảo sát.

Vấn đề Thứ nhất về tính chất nội sinh (được định nghĩa một cách thiếu chặt chẽ ở trong bài là “quan hệ nhân quả ngược”), là điều đã được xử lý bằng các phương tiện công cụ trong nhiều nghiên cứu đã trích dẫn; điều này có thể làm thay đổi lớn tác động đo lường

được, và thường – chứ không phải luôn luôn – làm giảm tác động này.

Vấn đề thứ hai cũng rất quan trọng. Quả thực, biến số tín dụng tư nhân rõ ràng chỉ là một biến thay thế cho tác động đa chiều nhưng không đo lường được của các trung gian tài chính đến năng suất. Điều này có sử dụng trong phép hồi quy, vì nó thường có tương quan với các chiều khác, nhưng nếu nó trở thành trọng tâm chính sách của chính phủ thì mối tương quan truyền thống với các biến số bị bỏ qua hoặc không được quan sát chắc chắn sẽ bị phá vỡ, và những tác động kỳ vọng của tăng trưởng sẽ không xảy ra. (Một vấn đề tương tự được nhiều người biết đến trong lý thuyết ổn định hoá tiền tệ với tên gọi “Qui luật Goodhart”. Nói tóm lại, chỉ đơn thuần đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng thì không có gì đảm bảo rằng sản lượng sẽ tăng trưởng lành mạnh trong dài hạn.

Khả năng có thể đối chứng là một vấn đề gay gắt hơn khi xét đến các yếu tố thể chế như sẽ bàn đến ở phần sau trong chương này và một số nơi khác. Liệu chúng ta có thực sự có được những phương cách đáng tin cậy để nâng cao, theo cách có thể đo lường được, tính hợp pháp hoặc chất lượng của nền hành chính hay không? Ở đây, xác định một hướng thay đổi chính sách phù hợp có thể còn dễ hơn xác định tác động định lượng có thể có của chúng.

1. Khả năng có thể đối chứng không có nghĩa là có một thiên hướng nội sinh, trừ phi biến số bị chính sách chi phối khi phản ứng lại với những biến động trong mối quan hệ ước lượng được.

tài chính hỗ trợ dưới dạng phân phối thu nhập trong các nền kinh tế phát triển về mặt tài chính sẽ bị xấu đi. Tuy nhiên, bằng chứng thực nghiệm hiện có đã phủ nhận bất kỳ sự đánh đổi nào như thế: trái lại, các thước đo sự phát triển tài chính nếu có mối tương quan nào thì đó là tương quan thuận chiều (tuy không mạnh) với tỉ trọng thu nhập của ngũ phân vị thấp nhất trong phân phối thu nhập. Cần lưu ý rằng, đói nghèo trong một nước được xác định bằng số lượng người nghèo và thu nhập của họ. Tăng trưởng nhanh hơn sẽ tác động đến cả hai điều này. Những nghiên cứu gần đây về mối quan hệ qua lại giữa bất bình đẳng và tăng trưởng đã chỉ ra tầm quan trọng của sự bất bình đẳng về của cải trong việc hạn chế tăng trưởng, cũng như đã cho thấy những tác động phản hồi từ tăng trưởng theo hướng làm giảm bất bình đẳng. Phân tích của Li, Squire và Zou (1998) về các số liệu bất bình đẳng trong 49 nước đã cho thấy, phát triển tài chính là một chất xúc tác tích cực cho cả hai mối quan hệ này. Ở tất cả các nước đều nhận thấy phát triển tài chính có mối quan hệ thống kê không những với tăng trưởng cao, bất chấp mức độ bất bình đẳng về của cải, mà còn có quan hệ với mức độ bất bình đẳng thấp hơn về thu nhập (được đo bằng hệ số Gini hoặc tỉ trọng thu nhập của ngũ phân vị giàu nhất), cho dù tốc độ tăng trưởng như thế nào. Cần phải tiếp tục nghiên cứu để xem những kết quả này có giữ nguyên giá trị qua thời gian và ở tất cả các nước hay không.

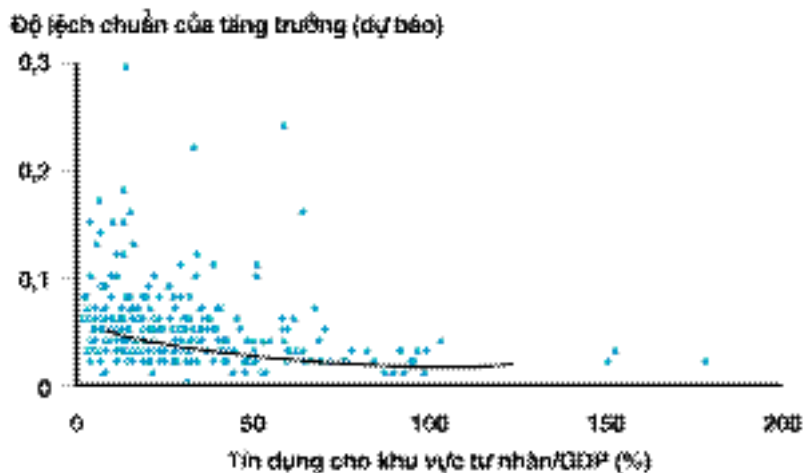
Tuy nhiên, kết quả này không có gì đáng nghi ngờ. Thí dụ, ngay khả năng tiếp cận các hình thức tiết kiệm an toàn cũng có thể bảo vệ được người nghèo khỏi vô số những cú sốc đặc trưng mà họ gặp phải, còn việc giảm xác suất xảy ra trong một năm thất bát khiến họ bị rơi vào diện nghèo, và khả năng tiếp cận các dịch vụ tài chính khác có thể cho phép họ áp dụng được những công nghệ tiên tiến hơn.

Hàm số giảm rủi ro như thế nào? Ở cấp kinh tế vi mô, hàng loạt các công cụ tài chính, kể cả hợp đồng bảo hiểm, có thể tích hợp rủi ro lại và chuyển chúng đến cho những người sẵn sàng gánh chịu nó nhiều hơn.⁵ Từ những nghiên cứu gần đây,

**vañoă chung laâmõă
lũê lúúăg õn ành hoaă**

dường như sự phát triển tài chính cũng có xu hướng làm giảm sự bất ổn định kinh tế tổng thể. Thí dụ, Easterly, Islam và Stiglitz (2001) đã phát hiện thấy trình độ phát triển tài chính (ở đây một lần nữa lại được đo bằng chỉ số tín dụng tư nhân như đã thảo luận ở trên) là một biến số giải thích mạnh và có ý nghĩa trong phép hồi quy được xây dựng nhằm giải thích về sự bất ổn định trong tăng trưởng sản lượng ở khoảng 60 nước. Tăng gấp đôi tín dụng tư nhân, từ 20% GDP lên đến 40% trong phép hồi quy này dự kiến sẽ làm giảm độ lệch chuẩn của tăng trưởng từ 4 xuống 3% một năm (Hình 1.4). Điều thú vị là, sự cải thiện này không duy trì được nữa khi tiếp tục phát triển tài chính theo chiều sâu: quả thực, ước lượng của các tác giả cho thấy, giá trị rất cao trong thước đo tín dụng tư nhân của sự phát triển tài chính có thể có quan hệ với sự biến động lớn hơn trong tăng trưởng sản lượng, mặc dù số liệu về điều này còn rất khác nhau. Một dấu hiệu cảnh báo nữa từ nghiên cứu này là sự bất ổn định trong tổng tiền cũng gắn liền với sự biến động của sản lượng.

Hình 1.4 Độ phát triển sâu tài chính và sự biến động kinh tế vĩ mô



Chú thích: Hình vẽ phản ánh các số liệu và giá trị khớp nhất trong phép hồi quy để giải thích độ lệch chuẩn của tăng trưởng GDP hàng năm dựa trên độ phát triển sâu tài chính với điều kiện giữ nguyên các biến số khác.

Nguồn: Dựa vào Easterly, Islam và Stiglitz (2001).

Hình ảnh tài chính càng phát triển thì sẽ có sự biến động kinh tế càng nhỏ (có thể chỉ trừu tượng trong tin dùng so với GDP qua các cao)

Tài chính là công cụ chống đỡ một số loại sốc này tốt hơn các loại sốc khác. Như Beck, Lundberg và Majnoni (2001) đã chỉ ra, sự phát triển tài chính (đo bằng chỉ số về tín dụng tư nhân) đã cách ly được sự tăng trưởng sản lượng khỏi các cú sốc về tỉ lệ trao đổi thương mại, nhưng dường như nó lại khuếch đại tác động của các cú sốc lạm phát đến sự biến động về sản lượng ở các nước có thu nhập thấp và trung bình. Có lẽ chẳng có gì đáng ngạc nhiên rằng, các cú sốc lạm phát lại là vấn đề nghiêm trọng hơn trong các nền kinh tế đã tiền tệ hoá sâu sắc hơn, nhưng đây cũng là dấu hiệu cảnh báo rằng, mở rộng tài chính không phải không có rủi ro. Thực ra, phát triển tài chính sâu hơn mà không đi kèm với những tính chất về thể chế và khuyến khích như đã kiến nghị trong báo cáo này, có thể dẫn đến việc xử lý rất kém cỏi, thậm chí còn khuếch đại rủi ro chứ không giảm thiểu được rủi ro.⁶

Bằng chứng thực nghiệm tổng hợp đã chỉ rõ, sự phát triển tài chính có hiệu ứng rõ rệt đến tăng trưởng dài hạn, giúp ổn định hoá và có lợi cho người nghèo. Mối quan hệ tài chính - tăng trưởng đặc biệt được hỗ trợ rất tốt bởi nhiều phương pháp khác nhau, nhưng có những cơ chế nào liên quan đến và chúng có thể được củng cố như thế nào bằng các thiết kế chính sách khôn ngoan? Ngoài ra, liệu có loại rủi ro nào khi coi việc phát triển sâu tài chính là một sự điều chỉnh nhanh hay là một động lực tăng trưởng ngắn hạn?

Công trình khảo sát thực nghiệm tiếp theo của Beck, Levine và Loayza (2000) đã giúp cho việc định vị chính xác những kênh có nhiều khả năng nhất để tài chính có thể đóng góp vào tăng trưởng dài hạn. Chúng cho thấy, phát triển tài chính không có mối tương quan đáng tin cậy nào với tỉ lệ tiết kiệm quốc gia hoặc mức độ phát triển sâu tài chính (Hình 1.5: khi mũi tên hầu như thẳng đứng chứ không phải hầu như nằm ngang). *Vì thế, sự đóng góp của tài chính vào tăng trưởng dài hạn là nâng cao năng suất nhân tố tổng hợp của nền kinh tế chứ không phải lượng vốn.*

Điều này rất ăn khớp với kết luận của Bandiera và các tác giả khác (2000 – dựa trên việc khảo sát chi tiết quá trình đa

**¼ những cơ hội i khuyi eh
aa cae cuaso laan pha
u cae nuuoc thu nhap
thep va trung binh ¼**

Hình 1.5 Sự đóng góp tương đối của phát triển tài chính đến năng suất và cường độ sử dụng vốn

Tài chính hỗ trợ cho tăng trưởng thông qua việc hỗ trợ các doanh nghiệp không phải chờ đợi nguồn đầu tư



Nguồn: Dựa trên kết quả kinh tế lượng của Levine, Loayza, và Beck (2000)

chiều của tự do hoá tài chính trong 8 nước và qua một phần tư thế kỷ) cho rằng, các cuộc cải cách theo hướng tự do hoá nhằm phát triển tài chính không làm tổng tiết kiệm tăng một cách vững chắc. Trái lại, các chỉ số cho thấy, tự do hoá nói chung, có thể kéo theo sự suy giảm tiết kiệm. Thậm chí hiện tượng mức tổng tiết kiệm thấp còn gắn bó khá chặt chẽ với mức tăng trưởng cao, nếu sự tăng trưởng đó đi kèm với việc nâng cao hiệu quả phân bổ vốn đầu tư.

Nhiệm vụ của tài chính là hỗ trợ tăng trưởng kinh tế thông qua việc cung cấp nguồn tài trợ bên ngoài cho các doanh nghiệp và các ngành công nghiệp

Mặc dù vai trò của tài chính trong việc đóng góp cho tăng trưởng, thể hiện thông qua đóng góp của nó, làm tăng năng suất chứ không phải tăng lượng vốn, nhưng các hệ thống tài chính phát triển hơn đều cấp thêm những nguồn tài trợ bên ngoài cho nhiều doanh nghiệp hơn, và đặc biệt là có xu hướng ưu tiên cho các ngành kinh tế, mà vì lý do này hay lý do khác, các doanh nghiệp cần phải kêu gọi tài trợ từ bên ngoài. Vì thế, khi Demirgüç-Kunt và Maksimovic (1998) so sánh tốc độ tăng trưởng thực tế của hàng nghìn doanh nghiệp từ 30 nước với năng lực ước tính của mỗi doanh nghiệp trong việc tài trợ cho tăng trưởng dài hạn bằng nội lực, họ thấy rằng, phần lớn các doanh nghiệp trong các nền kinh tế có khu vực tài chính phát triển, đều tăng trưởng nhanh hơn mức chuẩn này. Điều đó

cho thấy, phát triển tài chính theo nghĩa này có quan hệ với việc mở rộng khả năng tiếp cận đến nguồn tài trợ từ bên ngoài. Tương tự, khi quan sát mức tổng tài trợ của các doanh nghiệp ở 36 ngành chế tác trong hơn 40 nước, Rajan và Zingales (1998) đã nhận thấy, trong các nền kinh tế có khu vực tài chính phát triển, chính những ngành kinh tế mà theo kinh nghiệm của Mỹ là cần phụ thuộc nhiều nhất vào nguồn tài trợ từ bên ngoài lại tăng trưởng nhanh hơn.

Nếu các công ty tài chính chuyên nghiệp giám sát tốt những người sử dụng ngân quỹ, thì việc lệ thuộc nhiều hơn vào tài chính bên ngoài có thể đưa đến một sự cải tiến. Tuy nhiên, ngay trong những công ty này thì những phát hiện ở cấp ngành và cấp doanh nghiệp không phải lúc nào cũng cho thấy hiệu quả lớn hơn trong phân bổ nguồn vốn đầu tư. Sau cùng, việc nâng cao tính hiệu quả đòi hỏi phải chuyển hướng tài chính khỏi một số doanh nghiệp và ngành nhất định. Cũng sử dụng các số liệu ngành, một nghiên cứu gần đây của Wugler (2000) đã tìm cách khép kín cái vòng này bằng việc chỉ ra rằng, đầu tư cấp ngành nhạy cảm hơn với sự tăng trưởng sản lượng của ngành trong các nền kinh tế có khu vực tài chính phát triển. Nói cách khác, trong những nền kinh tế có khu vực tài chính kém phát triển, sự suy giảm sản lượng trong một ngành nhất định ít có khả năng là sản phẩm của việc cắt giảm đầu tư trong ngành đó, và ngược lại. Rõ ràng, đây cũng là một thước đo không hoàn hảo của hiệu quả phân bổ (nguồn lực), nhưng nó lại soi sáng thêm cho những quá trình đang diễn ra, những quá trình bao hàm việc huy động - mặc dù không nhất thiết phải tăng - các nguồn tiết kiệm, phân bổ lại vốn đầu tư và phụ thuộc nhiều hơn vào những người cấp vốn bên ngoài cho doanh nghiệp, và như vậy, sẽ có sự giám sát chặt chẽ hơn từ bên ngoài đối với những người quản lý doanh nghiệp.

Tài chính cũng ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng trong một thời kỳ ngắn hơn. Levine, Loayza và Beck đã chia nhỏ số liệu của 35 năm thành 7 phân kỳ bằng nhau và thấy rằng, tương quan giữa tốc độ tăng trưởng với mức phát triển tài

**Tài chính cũng có thể
đang trong ngành**

- Thiết lập các ngân hàng do nhà nước sở hữu để ép buộc nhịp độ phát triển của các trung gian (tài chính) có khi lại ngăn cản sự hình thành năng lực tài chính (xem Chương 3).
- Bảo hộ khu vực dịch vụ tài chính như một “ngành non trẻ” có thể gây ra chi phí quá lớn hoặc dịch vụ kém cỏi (Hộp 1.2).

Vì thế, cần phải rút ra các bài học chính sách từ những quan sát chặt chẽ quá trình tiến hoá của các hệ thống tài chính ở các nền kinh tế tiên tiến, để tìm ra giải pháp đáp ứng yêu cầu về tài chính của các doanh nghiệp – và các hộ gia đình – trong một môi trường kinh tế ngày càng phức tạp, và bằng

Các nhà hoạch định chính sách cần chú trọng để tránh những sai lầm của hệ thống tài chính

Hộp 1.2. Tài chính như một ngành xuất khẩu

Ở ĐÂY CÓ MỘT QUAN ĐIỂM KHÁC cũng có lý và được xem là phù hợp, nhất là với những nền kinh tế nhỏ, đó là xem tài chính như một ngành xuất khẩu tiềm năng quan trọng. Ở một mức độ nhất định, một doanh nghiệp tài chính xuất khẩu thành công có thể được xem như một sản phẩm phụ của nền tài chính trong nước có hiệu quả. Thu nhập xuất khẩu ròng khổng lồ từ dịch vụ tài chính của nước Anh là thành quả của một phần tư thiên niên kỷ nước này đứng đầu về mặt công nghệ trong tài chính, được xây đắp dựa vào kinh nghiệm của Hà Lan vào cuối thế kỷ 17, và lúc đầu được sử dụng trong dịch vụ tài trợ cho chiến tranh của chính phủ. Sự tinh vi về công nghệ và nguồn vốn con người cũng đã giúp cho Hồng Kông và Xingapo có được một vai trò so sánh trong khu vực. Có một xu thế tự nhiên là, tài chính quốc tế tập trung vào một số ít trung tâm, và mỗi trung tâm tài

chính là một tổ hợp về tính thanh khoản cao và kiến thức chuyên môn sâu sắc, và nhiều trung tâm tài chính khu vực được lợi nhờ những hệ thống tài chính trong các khu vực địa lý lân cận. đang suy yếu. (Ngoài ra, các dịch vụ hỗ trợ tài chính thường ngày có thể được xuất khẩu mà không đòi hỏi phải đầu tư sâu rộng ở mức cao vào nguồn nhân lực). Đáng tiếc, chẳng có mấy trường hợp thành công. Nhiều nước trong khi đang cố gắng phát triển tài chính thành một ngành kinh doanh xuất khẩu, đã không xây dựng được một cơ cấu luật pháp, qui định và giám sát cần thiết, trái lại, họ lại tìm cách đánh thuế lũy tiến hoặc áp dụng cạnh tranh có điều tiết. Cái đáng lẽ phải được xây dựng thành trung tâm của kiến thức chuyên môn về tài chính thì nhiều khi lại chẳng khác những trung tâm chuyển tiền là bao.

cách đó, sẽ tạo ra được nền tảng cho những tiến bộ về năng suất trong tương lai. Nói chung, những quá trình này phải tuân theo thị trường, và nhiều quá trình sẽ diễn ra trong những thời kỳ có ít những hoạt động mang tính phong trào trực tiếp của chính phủ trên thị trường tài chính. Chính phủ nào ở các nước đang phát triển muốn dựa trên sự thành công này thì tốt nhất nên làm điều ấy bằng cách đáp ứng các nhu cầu của thị trường – không phải đáp ứng yêu cầu cụ thể của những đối tượng riêng biệt trên thị trường, mà là yêu cầu chung để thị trường vận hành. Nói cách khác, mục đích không phải là cố gắng trực tiếp thúc đẩy quá trình mở rộng khu vực tài chính, mà là áp dụng những chính sách cho phép các đối tượng tham gia hệ thống tài chính cung ứng được những dịch vụ mà họ chuyên sâu với hiệu quả tối đa, cụ thể là, phải làm sao để những chức năng sâu rộng mà mỗi nền kinh tế thấy cần nhất, và tài chính có thể cung cấp, được cung ứng một cách thoả đáng. Vì việc phát triển những dịch vụ này gắn liền với những ngoại ứng và hiệu ứng mạng lưới rất lớn, nên nếu chỉ có thái độ thụ động thì chưa đủ (xem Stiglitz, 1994). Các nhà hoạch định chính sách phải làm việc với thị trường để đảm bảo sự phát triển tối ưu của tài chính, để vừa giúp cho việc điều phối sự phát triển của các cấu trúc thị trường kết hợp lại với nhau, vừa tạo lập những cơ sở hạ tầng cần thiết cho tài chính.

Đến đây, chúng ta chuyển sang xem xét các cấu trúc và cơ sở hạ tầng.

Câu trúc

**NÚAÀÖÖ CÖÍPHÈN - CAÉ
YÌ Æ TÖECÈÄ TRUÁ CÚ BAÄ**

CÂU HỎI NÊN CHỌN THIẾT KẾ TỔNG THỂ CỦA một hệ thống tài chính như thế nào đã được đặt ra bất ngờ và sâu sắc cùng với sự sụp đổ của nền kinh tế kế hoạch hoá, và yêu cầu cấp thiết phải xây dựng một cấu trúc mới cho tài chính ở hơn hai mươi nền kinh tế chuyển đổi. Hầu như ngay lập tức, cuộc tranh cãi âm ỉ giữa giá trị của nền tài chính “thị trường” thông nghiệp qua trung gian

(tài chính) và phi trung gian đã chiếm vị trí trung tâm. Cuộc tranh cãi này đã cho chúng ta biết nhiều điều về cách thức vận hành của hệ thống tài chính, nhất là việc làm thế nào để cho những cấu trúc thể chế khác nhau hoàn toàn có thể hoạt động theo những cách thức rõ ràng không giống nhau, nhưng đều đạt được hiệu quả như nhau, cũng như các chức năng kinh tế sâu rộng như nhau.

Mặc dù tiền đề của cuộc tranh cãi này - chắc chắn có thể xếp hạng được các hệ thống tài chính dựa vào ngân hàng và hệ thống dựa vào thị trường theo năng lực cung ứng của chúng đối với các dịch vụ tài chính cần thiết cho sự tăng trưởng và thịnh vượng - như chúng ta sẽ thấy, dường như là một giả thiết sai, nhưng có một điều chắc chắn đúng là các cấu trúc thể chế xung quanh ngân hàng và thị trường chúng khoán thường, trong những thời kỳ dài, phát triển rất khác nhau ở các quốc gia khác nhau.

Làm thế nào để nhu cầu cấp vốn cho một khoản đầu tư có thể được tài trợ từ bên ngoài, khi nhu cầu này quá lớn khiến nhà đầu tư không tự trang trải được? Những người cấp vốn bên ngoài cần được tự thỏa mãn trước rằng, lợi tức sẽ tương xứng với rủi ro đi kèm, và họ sẽ tiếp tục được theo dõi các diễn biến sau này.

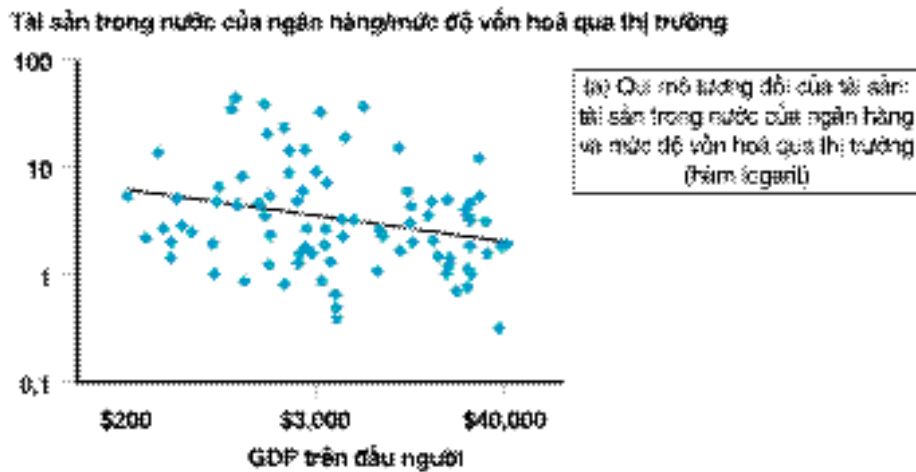
Một chiến lược tài trợ là, để những người cấp vốn và người sử dụng vốn dựa vào ngân hàng: một trung gian ít nhiều đều có một đội ngũ chuyên gia lớn sẽ chấp nhận rủi ro tài trợ cho một khoản đầu tư bằng chính tài sản của mình, tích hợp rủi ro từ nhiều dự án kinh doanh khác, và đạt được lợi thế kinh tế nhờ qui mô bằng cách tránh những trùng lặp trong việc thẩm định và giám sát. Đến lượt mình, ngân hàng sẽ bị kiểm soát chặt chẽ thông qua sự phụ thuộc của ngân hàng vào nguồn tài trợ ngắn hạn từ rất nhiều người gửi tiền, một sự phụ thuộc cũng mang lại lợi thế tạo cho người gửi tiền có khả năng thanh khoản. Tài trợ qua ngân hàng rõ ràng có ý nghĩa khi thông tin về uy tín trả nợ dễ dàng luận giải, nhưng lại rất tốn kém nếu muốn thu thập - thí dụ như trong những ngành trưởng thành; người gửi tiền không có lý do gì để phản đối những nhận định giàu thông tin của ban quản lý ngân hàng.

Một chiến lược tài trợ khác là bán trực tiếp yêu cầu tài chính của dự án đầu tư cho những người cấp vốn. Nếu có nhiều ý kiến khác nhau về triển vọng của dự án đầu tư, thì đây có thể là cách hay hơn để cho phép những nhà tài trợ tiếp cận được với những dự án đầu tư mà họ tin tưởng. Bán các yêu cầu tài chính trên một thị trường mở, nơi có cả những người lạc quan và bi quan trong số những người cấp vốn, có thể là một cuộc cá cược hợp lý hơn cho những ai đang tìm cách tài trợ cho sự đổi mới, chứ không muốn dựa vào nhận định của một trung gian cứng nhắc (Allen và Gale 2000).

Tính chất thanh khoản của những yêu cầu này được tăng cường bằng cách cho phép chúng được niêm yết ở một sở giao dịch chứng khoán có tổ chức; không có khả năng thanh khoản đó thì nhóm các nhà đầu tư trên thị trường mở sẽ rất hạn chế.

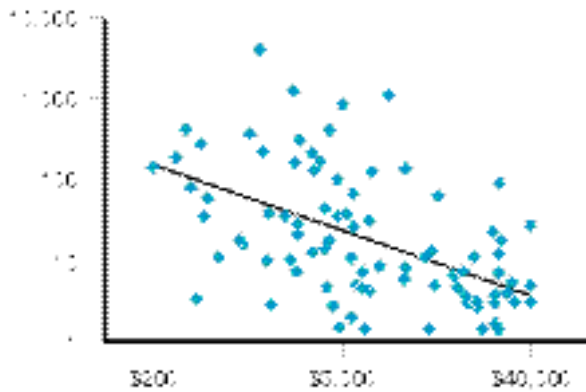
Hệ thống tài chính chính thức ở hầu hết các nước đều do ngân hàng chi phối, nhưng ở một số nước tiên tiến hơn thì tỉ lệ giữa mức độ vốn hoá qua thị trường chứng khoán và tài sản ngân hàng lại rất cao, và có một xu hướng chung là tăng dần tỉ lệ thị trường-trên-ngân hàng này theo trình độ phát triển, cả về mặt thời gian lẫn mức độ liên ngành (Hình 1.6 và Hộp 1.3). Liệu điều này có phải là coi việc tăng cường vai trò

Hình 1.6 Ba thước đo về sự phát triển tương đối của ngân hàng và thị trường chứng khoán có tổ chức



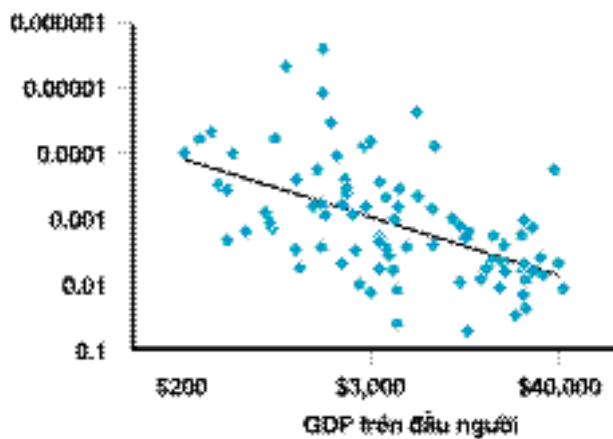
Hình 1.8 (Tiếp)

Tài sản tài chính của ngân hàng/gia trị trao đổi (logarit)



(b) Các hoạt động tương đối giữa tài sản của ngân hàng đối với khu vực tư nhân và giá trị trao đổi (hàm logarit)

Giá trị trao đổi X chênh lệch lãi suất ròng



(c) Hiệu quả tương đối đo bằng tỷ lệ giữa khối lượng giao dịch trên thị trường chứng khoán và chênh lệch lãi suất ròng của ngân hàng (hàm logarit)

Source: Cơ sở dữ liệu BEA

Khi các mức giá cơ bản thì qui mô tương đối hoạt động và hiệu quả của thị trường chứng khoán so với khu vực ngân hàng càng sẽ tăng lên

của tài chính qua thị trường là một mục tiêu chính sách hay không?

Câu hỏi này đã được phân tích rất nhiều trong các nghiên cứu kinh tế lượng gần đây, với một kết luận nổi bật rằng: xu hướng tăng lên nói chung trong tỉ trọng tài chính qua thị trường cùng với sự phát triển kinh tế dường như không phải là một quan hệ nhân quả. Nếu chúng ta sử dụng các mô hình hồi quy về tăng trưởng đã bàn đến ở trên, và cập nhật chúng bằng cách đưa thêm vào nhiều thước đo khác nhau về tỉ lệ thị

Hộp 1.3. Thuần gian, thu nhập và lạm phát: những thủ tục tài chính và hình vi là độ sâu tài chính

NGAY CẢ TRƯỚC KHI KHẢO SÁT CÁC yếu tố quyết định về mặt thể chế đối với sự phát triển tài chính và mối quan hệ nhân quả giữa tài chính và tăng trưởng, thì chúng ta vẫn có thể xem xét những hiện tượng thường thấy mang tính thực nghiệm trong các số liệu kinh tế vĩ mô, mối quan hệ giữa độ sâu tài chính, lạm phát và GDP trên đầu người, với một độ biến thiên khá lớn qua thời gian.

Về độ sâu tiền tệ (tỉ số M2/GDP), phân tích hồi quy về các chuỗi số liệu theo thời gian và số liệu chéo có phân nhóm với khoảng 2.700 quan sát trên hơn 120 nước và trong vòng 35 năm từ cơ sở dữ liệu BDL (Beck, Demirgüç-Kunt, và Levine 2000a) cho phép chúng ta lượng hoá những mối quan hệ kinh tế vĩ mô này và gợi ra một số thực tế điển hình như sau:

Độ sâu tiền tệ:

- tăng khoảng 3% mỗi khi GDP trên đầu người tăng thêm 1.000 đôla.
- hàng năm tăng đều đặn khoảng 0,25%.
- nhưng giảm khoảng 0,5% mỗi khi tốc độ lạm phát trung hạn tăng 1%

Chú thích: Những kết quả này là mối quan hệ dài hạn (đồng phối hợp) ước lượng được từ một cơ chế điều chỉnh lỗi, áp đặt những hệ số như nhau cho tất cả các nước, trừ những hệ số phản ánh hiệu ứng cố định cho từng nước. Phương pháp ước lượng: GLS với trọng số liên ngành.

Vai trò của lạm phát, nhất là khi lạm phát cao, trong việc cản trở sự phát triển tài chính đã được Boyd, Levine, và Smith (sắp xuất bản) nhấn mạnh. Phép hồi quy của họ, gồm rất nhiều các yếu tố được giữ cố định và được dùng để khảo sát các hiệu ứng phi tuyến của lạm phát, đã khẳng định cường độ trung bình của tác động lạm phát đến độ sâu theo như đã nêu trên. Họ cũng đã chỉ ra rằng, các nước lạm phát cao có sự phát triển tài chính thấp hơn nhiều, nhưng vượt qua một điểm ngưỡng nhất định thì lạm phát có tăng hơn nữa cũng sẽ có ít tác động tăng thêm.

Xu hướng tăng lên trong độ sâu tài chính không ngăn chặn được sự suy giảm hiếm thấy trong tốc độ tăng trưởng của thế giới. Điều này có vẻ như một nghịch lý, nếu dựa trên giả thuyết cho rằng, hệ thống tài chính phát triển sâu hơn sẽ giúp tạo ra tăng trưởng. Một cách giải thích là, sự thay đổi công nghệ qua thời gian đã làm tăng hàm lượng tài chính trong tăng trưởng, có nghĩa là đến đây, cần phải có những hệ thống tài chính phát triển sâu hơn, nếu muốn duy trì tốc độ tăng trưởng như trước.

trường-trên-ngân hàng thì kết quả vẫn luôn luôn phủ nhận một tác động có ý nghĩa thống kê của những thước đo cấu trúc này đến tăng trưởng. Dường như không có tác động gì,

bất kể là đến cơ cấu tăng trưởng theo ngành hay đến tỉ lệ số doanh nghiệp tăng trưởng nhanh hơn được tài trợ bằng nội lực; ngay đến cả khả năng sinh lời của ngân hàng có vẻ như cũng chẳng chịu ảnh hưởng gì cả. Điều này luôn đúng, bất kể tỉ số mà chúng ta chọn liên quan đến khối lượng tài sản (tiền gửi ngân hàng, mức độ vốn hoá thị trường chứng khoán) hay đến mức độ hiệu quả (lợi suất ròng, doanh thu từ chứng khoán).⁷

Chúng ta không thể kết luận rằng loại hình tài trợ có vai trò gì ở đây. Một khía cạnh về việc điều gì có thể xảy ra là các doanh nghiệp trong những nền kinh tế thành công đã tìm thấy một cách kết hợp giữa phát triển thị trường cổ phiếu và phát triển ngân hàng, mà cách kết hợp này phù hợp với nhu cầu cấp vốn cụ thể của chính họ và cấu trúc thể chế; mức thu nhập càng cao thì càng có nhiều khả năng cách kết hợp này nghiêng nhiều hơn về phía cổ phiếu. Công nghệ sản xuất và các điều kiện thị trường sản phẩm mà các doanh nghiệp khác nhau gặp phải chắc chắn có một vai trò nhất định trong việc xúc tiến các cách tiếp cận khác nhau để ra quyết định tài trợ. Vì thế, bằng chứng này chưa đủ để phản bác sự cần thiết phải có một mức độ đa dạng hoá thích hợp các kênh tài trợ trong một nước. Trái lại, thông điệp ở đây là, cả sự phát triển của hệ thống ngân hàng và của tài chính qua thị trường đều hỗ trợ tăng trưởng; cái này sẽ bổ sung cho cái kia.

Quả thực, chính sách cũng có ảnh hưởng đến tầm quan trọng tương đối của ngân hàng và thị trường chứng khoán ở một số nước. Thường chính sách ưu tiên khu vực này thì sẽ có ảnh hưởng kiềm chế khu vực kia, khiến cho hệ thống tài chính không triển khai được tập hợp tối ưu các loại cấu trúc mà nó cần. Thí dụ, ở nhiều nước, chính sách hạn chế thông tin hoặc đánh thuế chồng chéo lên cổ tức, sẽ cản trở sự phát triển của cổ phiếu và nuôi dưỡng cho hình thức tài chính qua vay nợ, nhất là khi phần lãi phải trả lại được khấu trừ (khỏi thuế thu nhập). Tương tự, sự hạn chế tương đối hệ thống ngân hàng của Ấn Độ và Hàn Quốc so với khu vực phi ngân hàng ít bị can thiệp hơn, rõ ràng đã góp phần làm cho khu vực phi ngân

**Ngân hàng và tài chính
qua thị trường tài chính
và thị trường chứng khoán**

hàng phát triển trong thập kỷ 80 và 90. Từ giữa những năm 30, những hạn chế không cho phép các ngân hàng thương mại của Mỹ được giữ một tỉ lệ sở hữu lớn trong các công ty phi tài chính, đã khiến cho ít nhất các công ty lớn phải dựa nhiều hơn vào thị trường chứng khoán, vì những hạn chế này xuất phát từ nhận thức của nước Mỹ về sự đa dạng hoá theo vùng địa lý của các ngân hàng. Điều nổi bật là, những hạn chế này không ngăn cản hệ thống tài chính Mỹ hỗ trợ tích cực cho sự tăng trưởng tiếp theo của nước này. Trường hợp tương phản là trong các ngân hàng của Anh: mặc dù các chính sách công không áp đặt bất kỳ hạn chế tương tự nào đối với chúng, nhưng ngân hàng cũng đã để lại những chỗ trống cho phép thị trường chứng khoán có những đóng góp đáng kể vào sự phát triển của hệ thống tài chính và nền kinh tế nước Anh.

Nguyên nhân gây ra những hành vi trái ngược nhau của các thể chế tài chính khác nhau giữa các nước sẽ vẫn còn gây nhiều tranh cãi. Cái mà những kết luận nghiên cứu gần đây đã khẳng định là, chúng ít có ý nghĩa hơn những gì chúng ta tưởng, và bản thân các dịch vụ tài chính còn quan trọng hơn là hình thức cung ứng chúng. Quả thực, tính chất đa dạng trong các dịch vụ cần thiết đã vượt quá mức độ có thể đo lường được trong các số liệu tổng hợp về qui mô và hoạt động của các ngân hàng và thị trường.

Một lý do khiến cho việc phân biệt giữa ngân hàng và thị trường có thể chẳng giúp được gì nhiều để dự báo tăng trưởng là do nó không hoàn toàn tương ứng với sự phân định giữa nợ và cổ phần.⁸ Cần có vô số các công cụ tài chính khác nhau để cho phép các doanh nghiệp trong những tình huống khác nhau, có thể có được một cấu trúc tài trợ phù hợp với mình. Vay nợ là một công cụ cổ điển có thể được sử dụng để ngăn chặn không cho những người trong cuộc ở một doanh nghiệp thành công, giả vờ là mình không có khả năng chi trả cho các nhà tài trợ bên ngoài.⁹ Với những kế ước nợ đơn giản, việc thanh toán sẽ không tùy thuộc vào kết quả hoạt động của doanh nghiệp, và sự phá sản sẽ mở màn cho một quá trình chuyển giao quyền kiểm soát (cho dù là kiểm soát

**Bêê cên xúáđ vĩ ìthông
tin àaãhaã chí ãkhaãùng
tĩĩ p cêã vồã cõiphên úã
caé nũúá àang phaã
trĩĩ ñ ¼**

tài sản thế chấp hay bản thân doanh nghiệp) sang cho nhà tài trợ bên ngoài. Với điều kiện có thể tin tưởng rằng sự chuyển giao quyền kiểm soát này sẽ thực hiện được (và như chúng ta sẽ thảo luận dưới đây, điều này không có gì đảm bảo ở các nước đang phát triển), nó sẽ tạo cho người cho vay một niềm tin rằng, ngay cả khi họ không thể theo dõi hoạt động của doanh nghiệp một cách đáng tin cậy thì họ vẫn có thể vào cuộc, nắm quyền kiểm soát, và biến giá trị doanh nghiệp thành tiền, ngay cả khi có sự vỡ nợ.

Một thí dụ trong lịch sử có thể minh họa thú vị cho việc khẳng định rằng, khả năng có thể kiểm chứng được các kết quả là vấn đề cốt lõi. Một vài khế ước dạng vay nợ trước đây, cụ thể là các khoản vay cổ xưa được thế chấp bằng tàu đi biển, thực tế đã áp dụng thanh toán một phần theo điều kiện, dựa trên một trong những khía cạnh thành công mà chắc chắn có thể kiểm chứng được, bởi vì chủ nợ sẽ không được trả nợ trừ phi và cho đến tận lúc các con tàu được vay nợ trở về, trong trường hợp đó, cũng như với trái khoán rủi ro sau này, họ sẽ được thanh toán rất hậu hĩ.

Và điều quan trọng là, cần phải có cái gì đó để lại có thể nắm quyền kiểm soát: món vay sẽ dễ dàng được cung cấp cho doanh nghiệp hơn với những tài sản hữu hình (ước tính của Demirgüç-Kunt và Maksimovic (1999) dựa trên các tài khoản tài chính của một mẫu lớn, bao gồm các công ty được niêm yết ở các nước phát triển và đang phát triển cho thấy, nếu thay 100 đôla giá trị tài sản vô hình bằng các tài sản hữu hình, thì sẽ là làm tăng mức độ phụ thuộc vào hình thức tài chính qua vay nợ trung bình lên 36 đến 51 đôla.

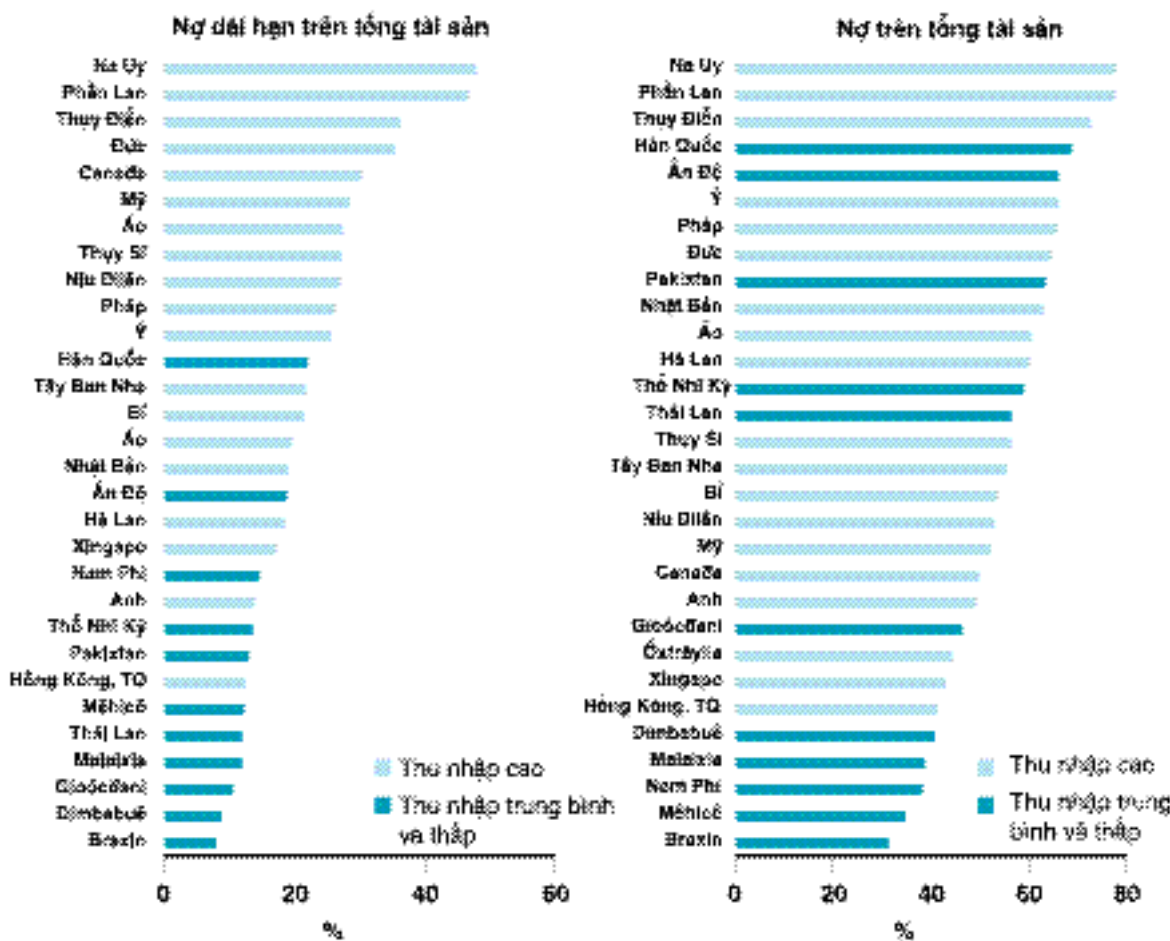
Sự phức tạp của hầu hết các hoạt động kinh tế và kinh doanh hiện đại đã làm tăng mạnh mức độ phong phú của các phương thức mà những người trong cuộc có thể sử dụng để cố gắng che đậy kết quả hoạt động của doanh nghiệp. Mặc dù những tiến bộ về công nghệ, kế toán, và thực tiễn pháp lý đã giúp cho việc hoàn thiện các công cụ phòng ngừa, nhưng xét cho cùng, thì sự không đối xứng về thông tin giữa người sử dụng và người cấp vốn ở các nước đang phát triển vẫn chưa

**¼ vaabĩ n caah cae vee
aĩ iĩ i phap luẽ, chuag
coah chĩ emũe àoõsũe
coacũ cae khoaã nũãlaã
haã**

giảm được nhiều như ở các nước phát triển, và thậm chí tình trạng này còn xấu đi. Những khó khăn trong việc giám sát đã hạn chế tiềm năng tiếp cận được nguồn vốn cổ phần từ bên ngoài của các doanh nghiệp. Và vấn đề này ở các nước đang phát triển còn nghiêm trọng hơn.

Trên thực tế, việc tiếp cận các nguồn tài trợ bằng vay dài hạn ở các nước đang phát triển rất hạn chế, ngay cả với những

Hình 1.7 Mức độ đòn bẩy trung bình của các công ty niêm yết trong các nền kinh tế công nghiệp và nền kinh tế đang phát triển



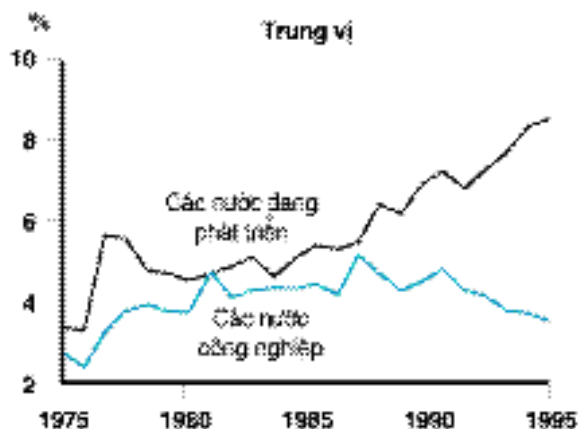
Chú thích: Số liệu là giá trị trung bình của các công ty niêm yết được giải đoạn 1989-99. Nguồn: Dữ liệu của Demiguel-Kunt và Maksimovic (1999)

doanh nghiệp hàng đầu. Nguyên nhân của nó không phải chỉ là sự không đối xứng về thông tin, và sự thiếu minh bạch nói chung, mà còn do luật về thế chấp còn yếu và tính hiệu quả trong bộ máy tư pháp còn kém. Điều này khiến cho việc viết khế ước rạch ròi hay đảm bảo hiệu lực thực thi chúng trước toà án rất khó khăn. Khảo sát các báo cáo tài chính, ngay cả của những công ty đã niêm yết, đều cho thấy, tỉ lệ tổng tài sản được tài trợ bằng vốn vay nhỏ hơn - và còn nhỏ hơn nữa nếu chúng ta chỉ nhìn vào vốn vay dài hạn - mặc dù chẳng có lạm phát xảy ra khiến thị trường vốn dài hạn bị kiềm chế. Điều này không hẳn có nghĩa là các doanh nghiệp đó đã thay thế bằng vốn cổ phần từ bên ngoài. Tuy số liệu không cho phép chúng ta xác định riêng rẽ nguồn vốn cổ phần từ bên ngoài, nhưng cần giả thiết rằng, những doanh nghiệp này được tài trợ rất lớn bằng phần thu nhập giữ lại và góp vốn cổ phần từ những người trong nội bộ doanh nghiệp, những người không bị vấn đề bất đối xứng về thông tin hạn chế. Đây là một nguyên nhân khiến việc đầu tư tư nhân bằng cổ phiếu thêm phần quan trọng.

Phần lớn các khoản vay của các doanh nghiệp ở những nước đang phát triển đều từ ngân hàng, và chi phí của hình thức tài trợ này cũng phụ thuộc tương ứng vào hiệu quả hoạt động và tính cạnh tranh của thị trường ngân hàng. Về mặt này, thành tích của các nền kinh tế đang phát triển còn khá thấp kém. Một dấu hiệu gần đúng phản ánh thành tích hoạt động này là mức độ lan rộng của các trung gian (tài chính). Các chỉ số cho thấy, tự do hoá lãi suất ngân hàng đã làm tăng thêm mức chênh lệch lãi suất này (Hình 1.8); quả thực, trong khi trung vị của mức chênh lệch lãi suất trung bình được yết giá ở các nền kinh tế tiên tiến trong nửa cuối thập kỷ 90 giảm xuống chỉ còn trên 300 điểm cơ sở, thì con số tương ứng ở các nền kinh tế đang phát triển lại tiếp tục mở rộng vượt quá 800 điểm cơ sở. Một phần trong sự gia tăng này sẽ phản ánh việc định giá vốn vay tình tế hơn trong một môi trường được tự do hoá, phản ánh chính xác hơn mức độ rủi ro vỡ nợ cao hơn trong cơ cấu tài sản ngân hàng ở một nước đang phát triển điển hình.¹⁰ Tuy nhiên, một phần khác trong sự gia tăng này

**Vay ngân hàng úcáé
nũúé ààng pháă trũĩ n tũũ
keán hún ¼**

Hình 1.8 Biên độ chênh lệch giữa các trung gian tài chính



Chú thích: Hình vẽ phân tích xu thế trong nước hiện có chính sách trung vị giữa các trung gian tài chính đối với ngân hàng các nước đang phát triển và các nước công nghiệp, 1975-99. Nguồn: Bonduan (2001a).

Lũ ãi ch do cã h tranh vã hĩ ã qua ãeã giã ãn bĩ n ã ã ã hĩ nh lĩ ã h giũã cã ã nũũ ã cõng nghĩĩ ã; tũ ã ão hoã ã cho p hẽp phã ã ã h nhĩĩ ã hũn ã ã ãũã ro trong bĩ n ã ã ã hĩ nh lĩ ã h ã ã cã ã nũũ ã ã ãng phã ã trĩĩ ã

sẽ thể hiện việc các ngân hàng và chủ ngân hàng thực thi nhiều quyền lực thị trường hơn trong các thị trường ngân hàng đã được tự do hoá nội bộ. Nhất là khi vốn bị xói mòn do khủng hoảng ngân hàng, thì các ngân hàng sẽ quyết tâm sử dụng quyền tự do mới của mình để tích lũy vốn thông qua việc thực thi quyền lực thị trường. Rõ ràng cần phải có các biện pháp chính sách để đề phòng tình trạng tập trung quyền lực thị trường sau khi tự do hoá ngân hàng, nhưng chính phủ có thể rất chậm đề ra chính sách, nếu lượng vốn của ngân hàng còn thấp, do những vấn đề đã nêu từ trước: nó sẽ giống một loại gần như thuế ẩn đánh vào khách hàng của ngân hàng để khôi phục lại mức vốn hoá thoả đáng (xem Chương 2).

Sự tập trung của hoạt động ngân hàng cũng là một điều tệ hại trông thấy đối với sự tăng trưởng công nghiệp, nhưng như Cetorelli và Gambera (2001) đã chỉ rõ, các tác động rất phức tạp vì hệ thống ngân hàng phi cạnh tranh đã được thích nghi để hưởng lợi từ các mối quan hệ cho vay đối với những doanh nghiệp trẻ đang có nhu cầu được cấp vốn rất lớn. (Trong một thị trường phi cạnh tranh, ngân hàng có thể kỳ vọng khoản đầu tư ban đầu của họ trong việc xác lập môi

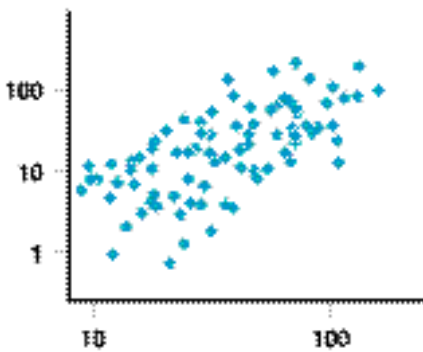
quan hệ cho vay với những doanh nghiệp như thế sẽ được đền đáp bằng một luồng lợi nhuận lâu dài). Quả thực, hiệu ứng tai hại của sự tập trung (hoạt động ngân hàng) có vẻ ít hơn trong những ngành có khả năng tồn tại phổ biến những doanh nghiệp như vậy.

Sự phát triển của thị trường chứng khoán – cổ phiếu cũng như vay nợ - đều có thể tạo ra những phản lực đối với những khoản lợi nhuận quá mức của ngân hàng. Trên thực tế, ở tất cả các nước, sự phát triển sâu của ngân hàng dường như có mối tương quan với sự phát triển thị trường chứng khoán (Hình 1.9). Trong khi cố gắng tìm hiểu sự phát triển của thị trường chứng khoán, chúng ta rất dễ sao lãng những thị trường cổ phiếu vô danh lớn, vốn đang ngày càng trở nên quan trọng ở các nền kinh tế tiên tiến, nếu chúng ta bỏ qua một điều là ở các nước đang phát triển, ngay cả những doanh nghiệp có tên trong danh sách niêm yết trên thị trường chứng khoán cũng thường có một số lượng lớn cổ phiếu của mình nằm trong tay các nhà đầu tư có quan hệ gần gũi. Quả thực, trong lịch sử, lần sử dụng rộng rãi đầu tiên hình thức tài chính

4 những phát triển thị trường chứng khoán đã tạo ra các lĩnh vực cạnh tranh

Hình 1.9 Các biện pháp trên thị trường chứng khoán và phát triển hệ thống ngân hàng

Tỉ trọng mức độ vốn hoá qua thị trường chứng khoán so với GDP



Tỉ trọng tài sản trong nước của ngân hàng so với GDP

Nguồn: Cục Dự trữ Liên bang (FED).

Sự phát triển của ngân hàng và thị trường chứng khoán đi đôi với nhau

chính thức qua cổ phiếu lại không thực sự để tranh thủ thị trường vô danh, mà nó hoạt động như một cách để chuyển giao quyền sở hữu trong một phạm vi hạn hẹp các hiệp hội kinh doanh, và do đó, nó là hình thức dành cho hầu hết các cổ phiếu ngày nay, và (tất nhiên) đặc biệt là, nhưng không chỉ dành cho các doanh nghiệp chưa niêm yết.¹¹

Tuy nhiên, nếu các vấn đề về thông tin bất đối xứng có thể được giải quyết hoặc loại trừ, thì cổ phiếu bên ngoài là một công cụ tài chính có thể mang lại những lợi thế to lớn cho cả người sử dụng lẫn người cấp vốn. Tài chính qua cổ phiếu cho phép những người sáng lập trong cuộc và các nhà quản lý doanh nghiệp có thời gian để hoàn thành những dự án chiến lược dài hạn hơn, và để hồi phục sau những khó khăn ngoài dự kiến, mà không cần trả cái giá phải tổ chức lại. Mặc dù những người nắm giữ cổ phiếu có thể có quyền sở hữu cuối cùng và sẽ thu được nhiều lợi ích nếu doanh nghiệp hoạt động rất thành công, nhưng những lợi thế này phụ thuộc vào sự vận hành hữu hiệu của ban giám đốc để có sự đối xử bình đẳng đối với tất cả cổ đông.

Khi không thể đảm bảo điều này, thì cổ phiếu chỉ có thể bán được cho những người ngoài cuộc, sau khi đã giảm giá. Điều này đã được chứng minh rõ ràng cho trường hợp Đông Á trong những nghiên cứu của Claessens và các tác giả khác (1999a, b), những người đã ghi lại cẩn thận cấu trúc sở hữu cuối cùng của 3.000 doanh nghiệp có niêm danh ở 9 nước, theo dõi sự kiểm soát của nhóm và của gia đình, và vì thế, biết được mức độ kiểm soát thực tế (không chính thức) của ban quản lý hay những cổ đông chi phối, thường là thông qua các cấu trúc hình tháp, vốn rất phổ biến – và không chỉ trong khu vực (Hình 1.10. 1.11)¹². Trong một chừng mực nào đó, những cấu trúc này phản ánh sự tập trung cao độ hơn quyền lực kinh tế trong các nước đang phát triển (một điểm đã để lại hậu quả cho việc thực hành các qui định về sự thận trọng, như sẽ bàn đến trong Chương 2). Tăng cường sự tập trung sở hữu sẽ làm tổn thương kết quả hoạt động trên thị trường chứng khoán của những cổ phiếu này, khiến chúng chỉ có thể được trao đổi

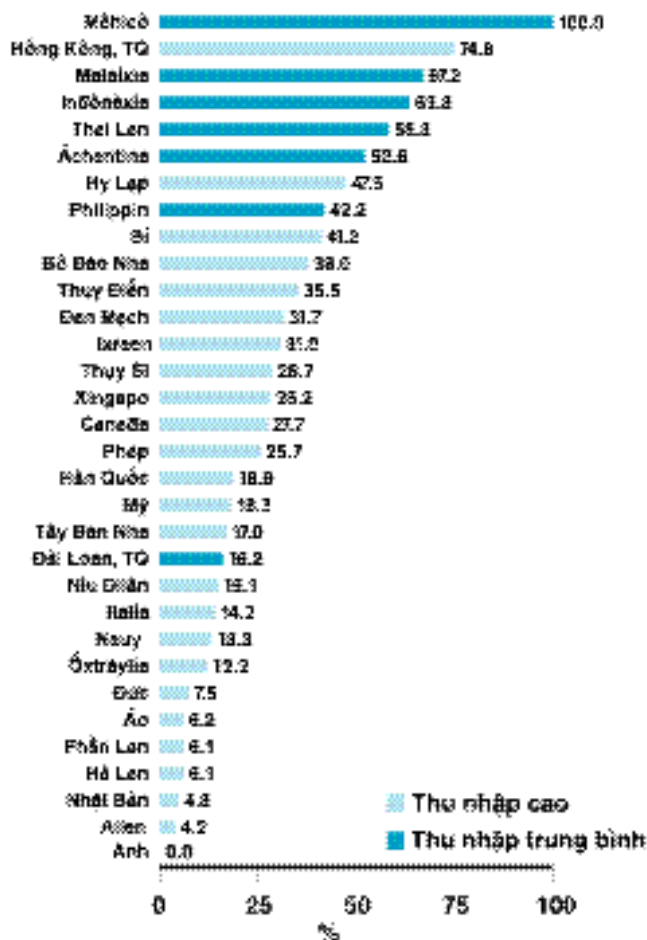
có chiết khấu để đền bù cho những nhà tài trợ ngoài cuộc vì có khả năng lợi ích của họ sẽ bị bỏ qua một cách tương đối. Đến đây, chúng ta lại thấy rằng, không phải lúc nào cũng có thể dựa vào sự vận hành của thị trường để đạt đến sự tối ưu, và trong trường hợp này, quản trị công ty và sự phân bổ nguồn lực sẽ là những lĩnh vực chịu thiệt hại.

Ở đây, có thể tạo ra một sự bảo hộ nhất định bằng các báo cáo tài chính chính xác và toàn diện, và bằng những đạo luật yêu cầu giám đốc phải làm việc vì lợi ích cao nhất của các cổ đông. Tất nhiên, nếu luật pháp và khả năng thực thi chúng trên thực tế phụ thuộc vào sự chấp thuận của chính những kẻ đặc lợi đang kiểm soát hầu hết các doanh nghiệp lớn của nền kinh tế, thì những kẻ này có thể chẳng vội vàng gì mà chấp thuận một điều như thế. Tuy vậy, người trong cuộc không phải lúc nào cũng được lợi ròng từ một môi trường mà trong đó họ không thể cam kết một cách đáng tin cậy là sẽ đối xử bình đẳng đối với các cổ đông bên ngoài.

Những loại yêu cầu này dường như quan trọng hơn là việc chỉ đơn giản thiết lập một tổ chức chính thức để tạo điều kiện thuận lợi cho việc mua bán cổ phiếu. Tuy nhiên, một khi những điều kiện thiết yếu cho việc phát hành cổ phiếu của doanh nghiệp đã được thiết lập, thì điều quan trọng là phải đảm bảo cho các thủ tục và thông lệ mua bán trên thị trường chứng khoán có tổ chức cũng đảm bảo khả năng thanh khoản thoả đáng ở mức giá phải chăng. Thực tiễn và công nghệ đang phát triển nhanh chóng từ các thị trường trưởng thành đã giúp cho việc áp dụng và thực hiện cơ chế mua bán và khảo giá dễ dàng hơn, mà những cơ chế đó rất hữu hiệu, và nói ngắn gọn, sẽ đảm bảo tính toàn vẹn của thị trường, kể cả đối với việc mua bán trái khoán và cổ phiếu (xem IFC 1998).

Tuy nhiên, việc nuôi dưỡng bắt buộc thị trường chứng khoán trong nước, giống như nhiều nước nhỏ đang cố thực hiện, có thể là trò “cầm đèn chạy trước ô tô”. Nhiều sở giao dịch chứng khoán mới đã được thiết lập trong những năm gần đây, bất chấp những điều kiện không khả quan. Rất nhiều trong số đó thanh khoản cực kỳ kém và chỉ có một số ít

Hình 1.10 Giá trị thị trường của các công ty gia đình, tính theo % so với tổng giá trị thị trường cổ phiếu của 20 công ty lớn nhất

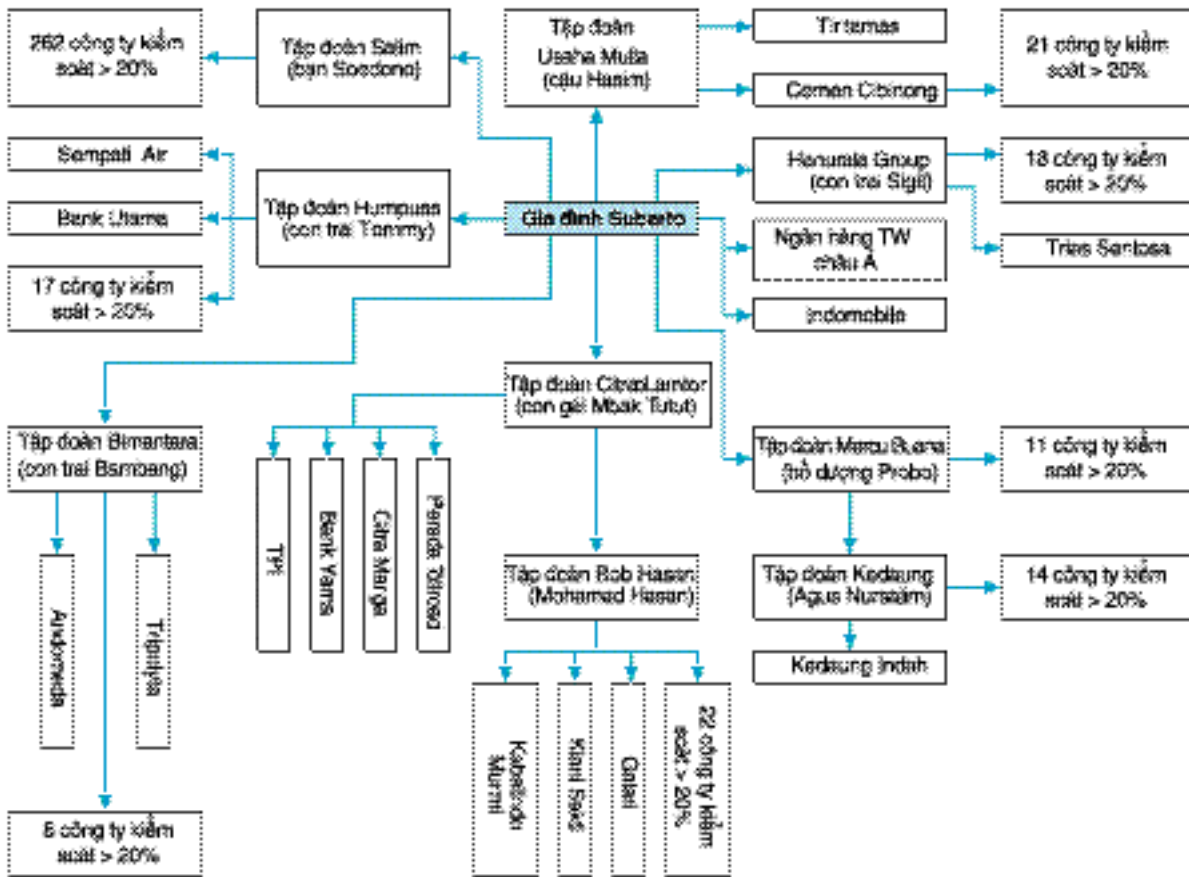


Nguồn: La Porta, López-de-Silanes, và Shleifer (1999a); Claessens, Djankov, và Lang (2000)

Các công ty gia đình ở những quốc gia có thu nhập cao có xu hướng có giá trị thị trường cao hơn so với các công ty gia đình ở những quốc gia có thu nhập trung bình.

chúng khoản được trao đổi. Đặc biệt, với những cơ hội ngày càng nhiều cho các đồng minh quốc tế, cũng như việc niêm yết và buôn bán giữa các nước, không có gì chắc chắn là bao nhiêu trong số những sở giao dịch này có thể và cần sống sót. Chúng ta sẽ quay lại vai trò của các hệ thống tài chính nhỏ trong Chương 4.

Hình 1.11 "Và chủ sở hữu là... tập đoàn gia đình Suharto"



Nguồn: Chavess và các tác giả khác (1999).

Cứ sủahãtềng tâachinh

NẾU ĐIỀU CẦN THIẾT Ở ĐÂY LÀ PHẢI TẠO ĐIỀU kiện thuận lợi cho sự vận hành hữu hiệu của cả thị trường vay nợ lẫn thị trường cổ phiếu - cho phép các thị trường này được phản ứng trước mức cầu do nhu cầu của người cấp vốn và người sử dụng vốn hình thành nên - thì vẫn còn một câu hỏi được đặt ra là, biện pháp chính sách nào sẽ

Tổê nhê làhủuág ching saáh vàø sủphãã trũ ñ mỗã cũ sủahãtềng vũãg chũæ chũãkhõng phãã vàø caế cũ cêũ củãhĩ í

phù hợp? Câu trả lời nổi lên một cách tự nhiên nhất từ các kết quả nghiên cứu mà chúng ta đang khảo sát và từ những kinh nghiệm đáng thất vọng về hình thức sở hữu của nhà nước đối với các trung gian tài chính (được bàn đến trong Chương 3) là, tất cả các chính sách này đều có khả năng sẽ hữu hiệu hơn nếu chúng được hướng vào cơ sở hạ tầng¹³, chứ không phải vào bản thân các cấu trúc tài chính.

Bài học từ việc xem xét cấu trúc tài chính đã cho thấy sự cần thiết phải có các biện pháp chính sách về cơ sở hạ tầng, mà những biện pháp này có thể đẩy mạnh việc sản sinh và trao đổi thông tin; hạn chế việc thực thi quyền lực thị trường, cho dù là trong hoạt động ngân hàng¹⁴ hay do những người trong cuộc để gây bất lợi cho cổ đông; và đảm bảo sự vận hành hiệu quả của các thị trường chứng khoán có tổ chức.

Nhưng các biện pháp chính sách nào nên được áp dụng? Thí dụ, những qui tắc và thủ tục nào sẽ hạn chế được khuynh hướng những đối tượng tham gia (thị trường) xuyên tạc những thông tin có liên quan hay lãng tránh những cam kết mà họ đã đưa ra, và tận dụng quyền lực thị trường? (Ở đây, nguyên tắc hoạch định chính sách đầu tiên của chúng ta, như đã thấy trong phần tổng quan, sẽ giữ vai trò chủ đạo: “hãy làm việc cùng thị trường, nhưng không để mặc cho thị trường”).

Chính trong lĩnh vực pháp lý, các nghiên cứu gần đây về hệ thống tài chính hiệu quả lại đạt được nhiều tiến bộ nhất - và trong những lĩnh vực vượt quá đòi hỏi hiển nhiên và thiết yếu là phải đảm bảo khi xảy ra hiện tượng vỡ nợ, người cho vay có thể thực hiện quyền của mình một cách mau lẹ và không tốn kém. Tất nhiên, chính phủ có lợi thế so sánh trong việc hoạch định và thực thi luật. Một cách tiếp cận có thể được để hoạch định chính sách trong lĩnh vực pháp lý là tìm cách cập nhật và hiệu chỉnh luật pháp và các thông lệ pháp lý trong những lĩnh vực có ảnh hưởng đến tài chính: đưa cơ cấu pháp lý đạt đến mức tốt nhất như ở một trong những nền kinh tế tiên tiến hơn.

Một vài năm trước đây, một nhận định đáng kinh ngạc,

được hậu thuẫn bằng các nghiên cứu định lượng chi tiết, đã gây ra sự hồ nghi đối với đơn thuốc nhẹ nhàng này. Trong nhiều bài viết, La Porta, López-de-Silanes, Shleifer và Vishny (1997, 1998) đã cho thấy, cách lựa chọn truyền thống pháp lý không phải không có ảnh hưởng. Cụ thể hơn, họ lập luận rằng, hệ thống pháp lý bắt nguồn từ luật tục của Anh vượt trội hơn hẳn so với những hệ thống bắt nguồn từ đạo luật Napôlêông, xét cả về việc ủng hộ sự phát triển tài chính lẫn hỗ trợ tăng trưởng kinh tế nói chung. (Theo nghiên cứu của họ, kết quả hoạt động của hai dòng pháp luật khác được các nhà luật học ghi nhận là dòng Đức và Xcăngđinavi, nằm ở giữa hai dòng luật nói trên).

Những phát hiện ban đầu này của La Porta, López-de-Silanes, Shleifer và Vishny có thể được nhìn nhận, chẳng hạn như về khía cạnh bảo hộ tương đối mà các truyền thống pháp lý khác nhau đã chính thức đảm bảo cho các nhà lãnh đạo doanh nghiệp, các cổ đông chi phối, những người trong cuộc khác, trước các nhà tài trợ bên ngoài, kể cả những người cho vay lẫn các cổ đông thiểu số. Quả thực, các tác giả đã xác định một bộ những tiêu chí chính phản ánh sự bảo hộ tương đối này trong luật. Thí dụ, nếu một công ty tuyên bố phá sản, thì người cho vay được đảm bảo có quyền tịch thu tài sản thế chấp, hay những người đương nhiên được ưu tiên trả nợ sẽ chiếm đoạt (qui định về người được ưu tiên đương nhiên rõ ràng bảo vệ những người trong cuộc trước những người cho vay có đảm bảo)? Liệu ban quản lý có còn quyền kiểm soát một công ty đang phải đưa ra để sắp xếp lại dưới sự bảo hộ của tòa án hay không? Có những điều khoản bắt buộc việc bỏ phiếu thay qua thư hay không? Liệu tất cả cổ đông có quyền bỏ phiếu bình đẳng và quyền được mua trước khi tham gia vào bất kỳ lần phát hành cổ phiếu mới nào hay không (bảo vệ cổ đông thiểu số)? Một lượng nhỏ thiểu số các cổ đông có thể kiên quyết đề nghị một phiên họp đại hội cổ đông bất thường hay không? Liệu giám đốc có thể bị kiện vì cách đối xử có tính áp chế cổ đông hay không?¹⁵

Mặc dù rất nhiều tiêu chí pháp lý chưa thể ngay một lúc

Các hệ thống pháp lý khác nhau, cóphúng thủé baø hõkhõng giõõg nhau

gán cho những giá trị định lượng về mức độ bảo hộ mà chúng tạo ra, nhưng hình thái của chúng thì tương đối rõ: với số liệu của 49 nước trên khắp thế giới, sự bảo hộ tương đối có quan hệ gần gũi với cách phân loại làm bốn dòng xuất xứ pháp luật, và với đặc điểm của các qui tắc pháp lý mà những qui tắc này cũng lại gắn với xuất xứ pháp luật. Đáng kể hơn, quyền của cổ đông càng lớn (được đo khá thô sơ bằng giá trị trung bình của các tiêu chí) thì sẽ kéo theo số lượng các công ty niêm yết càng nhiều, và mức độ vốn hoá qua thị trường chứng khoán càng cao; quyền của người cho vay càng lớn thì sẽ gắn với mức độ tín dụng qua ngân hàng và tài chính qua trái phiếu càng cao. Kết luận này cho rằng, sự bảo hộ của luật pháp thực sự có giúp hỗ trợ cho sự phát triển của thị trường tài chính, đã được khẳng định và củng cố bằng bài viết của Levine, Loayza và Beck (bài viết này đã được nêu trong phần tài liệu tham khảo, và một lần nữa, bài viết này lại dùng biến xuất xứ pháp luật làm một công cụ để kiểm soát khả năng xảy ra mối quan hệ nhân quả ngược).

Vì thế, xuất xứ pháp luật có quan hệ với phát triển tài chính, và tài chính hỗ trợ cho tăng trưởng kinh tế, nhưng nếu nhảy cách quãng bằng việc phát biểu rằng, bản thân xuất xứ pháp lý là yếu tố nguyên nhân quyết định quan trọng đến tăng trưởng kinh tế thì có thể sẽ là một sai lầm. Các công trình kinh tế lượng gần đây hơn đã cho thấy các tuyến quan hệ nhân quả phức tạp hơn nhiều. Hai nghiên cứu gần đây đã đề xuất những cơ chế khác, mà cả hai dường như đều đã mô tả các số liệu chính xác hơn. Cả hai đều nhấn mạnh đến các điều kiện lịch sử trong những nước áp dụng hệ thống luật pháp từ các nước châu Âu hạt nhân.

- Công trình đầu tiên (của Acemoglu, Johnson và Robinson 2000) đã phân biệt giữa các vùng thuộc địa bị các cường quốc thực dân khai thác với những nước bị thực dân chiếm đóng: chỉ trong những nước bị xâm chiếm (được nhận diện về mặt kinh tế lượng bằng tỉ lệ tử vong trong số những kẻ thực dân thấp hơn) mới chịu ảnh hưởng của những lợi ích từ một nền pháp luật và

các thể chế khác được thiết kế hợp lý.

- Bài viết thứ hai (của Berkowitz, Postor và Richard 2000) đã nhấn mạnh đến cái mà họ gọi là tính hiệu lực pháp lý, tức là mức độ mà các thể chế pháp lý thực sự vận hành hữu hiệu. Trên thực tế, xuất xứ pháp luật cũng có mối quan hệ với hiệu lực pháp lý, và cũng theo thứ tự xếp hạng như thế. Nhưng Berkowitz, Pistor và Richard còn dùng một thủ thuật khác, họ lập luận rằng, ở nước nào mà hệ thống pháp lý hoàn toàn xa lạ của họ là sự lai ghép trực tiếp từ chính quốc vào một môi trường không dễ dàng tiếp thu (hoặc ngay cả khi lai ghép vào một môi trường dễ lĩnh hội nhưng sự lai ghép đó là gián tiếp, và do đó, phần nào không được hoàn hảo) thì nước đó sẽ không thể xây dựng hiệu lực pháp lý một cách hữu hiệu được.

Mỗi quan điểm trên đều dẫn đến một biên giải thích khác nhau, và các kết quả kinh tế lượng cho thấy, cả hai biên số này đều hơn hẳn biên về xuất xứ pháp luật khi cần giải thích cho tăng trưởng kinh tế. Có lẽ thông điệp chính từ những nghiên cứu này không phải là, để có được sự phát triển thành công thì phải có một giới lãnh đạo thuộc địa rộng lượng, mà là, bản chất của mối quan hệ tương tác trong lịch sử với các trung tâm châu Âu thường phá hoại hoặc gây bất lợi cho hiệu lực của các thể chế ở nước sở tại.

Chưa thể có kết luận gì về vấn đề này, nhưng ngay cả khi bản thân nó không phải là một ảnh hưởng mạnh, độc lập, có tính nhân quả đến tăng trưởng kinh tế, thì cuộc tranh luận và phân tích về vai trò của xuất xứ pháp luật cũng đã giúp cho việc khơi sâu thêm hiểu biết của chúng ta về cấu trúc pháp lý trong sự vận hành của hệ thống tài chính. Nghiên cứu đã cho thấy, những sự bảo hộ khác nhau đối với các đối tượng hữu quan khác nhau cũng ảnh hưởng đến sự phát triển tương đối của thị trường vay nợ và cổ phiếu, đến mức độ sở hữu rộng rãi của các công ty, hoặc tổng quát hơn, là đến mức độ mà các công ty đó được tài trợ từ bên ngoài, và do đó, đến sự phát triển nói chung của khu vực tài chính.

**Baō vī āquyī n vī ìtaāsaā
taō àiī ù kīī ā thuēā lūā
cho sūphaā trīī ñ thī
trúúāg vaāēu tū**

Đặc biệt giả thiết cho rằng, xuất xứ pháp luật có ảnh hưởng đến sự phát triển tài chính không bị các lý thuyết về thuộc địa và cây ghép nói trên phủ nhận về mặt thống kê. Trên thực tế, Beck, Demirgüç -Kunt và Levine (2000b) đã cho thấy, xuất xứ pháp luật vẫn là một biến số giải thích quan trọng cho rất nhiều thước đo phát triển tài chính trong các phép hồi quy ở nhiều nước. (Chính sự tồn tại lâu dài của môi quan hệ này đã cho phép chúng ta có thể sử dụng công cụ giúp nhận diện tác động có tính nhân quả của tài chính đến tăng trưởng như đã bàn đến ở trên). Biến thuộc địa có vẻ cũng có mối tương quan đáng kể đến sự phát triển tài chính - còn biến lai ghép thì kém tương quan hơn.¹⁶

Và thông điệp chính sách từ các kết quả kinh tế lượng đã chỉ ra một cách có hệ thống, theo một hướng duy nhất: chẳng những không cản trở tăng trưởng, việc bảo hộ tốt hơn quyền về tài sản của các nhà tài trợ bên ngoài sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển thị trường tài chính và đầu tư.¹⁷

Để không bị nghĩ là quan sát trên quá hiển nhiên, chúng ta cần nhắc lại rằng, triển vọng này - một triển vọng hấp dẫn và thông thường đối với những người cấp tài chính - không phải là không có tranh cãi. Quả thực, có đôi điều cần nói về nền tảng lý thuyết của một quan điểm khác cho rằng, người cấp tài chính không nên được bảo hộ quá đáng. Suy cho cùng, sự tăng trưởng phụ thuộc vào tố chất doanh nhân, điều này lại do những người sáng lập trong nội bộ công ty có được; do đó, trao cho họ sự bảo hộ pháp lý không đầy đủ có thể làm phương hại đến nhiệt tình theo đuổi đầu tư kinh doanh mới của họ. Xét từ một khía cạnh khác, chúng ta có thể thấy bảo hộ pháp lý quá nhiều cho những đòi hỏi đối với tài sản thế chấp sẽ khuyến khích các ngân hàng lười biếng, vốn không thể khai thác được những kỹ năng của mình trong chức năng xã hội về thẩm định và theo dõi dự án, mà trái lại chỉ dựa vào việc nhận tài sản thế chấp và sự bảo hộ của pháp luật (kịch bản này đã được Manove, Padilla và Pagano 2000 nghiên cứu).

Và chúng ta cần phải tránh việc thúc đẩy việc thực hiện

**Mục đích của bài viết là để
thể hiện rằng việc bảo hộ
vốn đầu tư là một điều cần
thiết để thúc đẩy tăng trưởng
kinh tế và đầu tư.**

**Coánõã phañ vi roãĩ ã àĩ i
caé àõẽtúúãg tham gia
thĩ trũúãg cuãg cõãcẽũ
trũã àĩĩ ù tĩĩ ã**

tượng riêng biệt tham gia thị trường, hoặc để mặc cho thị trường nói chung.

Tuy nhiên, để bổ sung – hoặc bổ khuyết cho sự thiếu vắng của – các hành động của chính phủ, đòi hỏi phải có một phạm vi rõ ràng và thực tiễn, để các đối tượng tham gia thị trường có thể khuyếch đại cơ cấu điều tiết khi cần thiết. Thực tiễn ở một số thị trường chứng khoán có tổ chức hoạt động tương đối thành công đã cho ta những thí dụ về những sáng kiến tư nhân như thế. Quả thực, hầu hết các thị trường đều đặt ra yêu cầu về việc công bố thông tin và quản trị công ty, bên cạnh và nằm ngoài những gì đã qui định trong luật công ty nói chung, nhờ đó có thể tạo lòng tin tốt hơn cho những người tham gia thị trường. Những thị trường này cũng đề ra các qui tắc cụ thể về thủ tục mua bán trên thị trường, bao gồm cả việc nghiêm cấm việc mua bán giữa những người trong cuộc, tranh thủ mua trước (front-running) và các hình thức cấu kết khác giữa các chuyên gia trên thị trường.

Một thí dụ minh họa gần đây với nhiều khả năng có thể áp dụng rất tốt cho các nước đang phát triển, là cách thức mà thị trường chứng khoán Đức – thị trường Deutsche Börse thuộc sở hữu tư nhân – phản ứng lại trước tâm lý cho rằng các qui định công bố thông tin về các công ty niêm yết quá yếu nên không tạo ra được niềm tin vững chắc cho các cổ đông. Vì thế, có rất ít công ty niêm yết mới. Vấn đề này bắt nguồn từ thông lệ hạch toán truyền thống của Đức, trong đó có các qui định về sự cẩn trọng khi báo cáo, tuy phải bảo vệ quyền lợi của những người cho vay (những người mà yêu cầu cơ bản của họ là phải được cảnh báo sớm về những vấn đề liên quan đến vỡ nợ), nhưng thực tế lại dẫn đến việc che giấu tình trạng tài chính thực tế của công ty, mà đây lại chính là những thông tin mà cổ đông tiềm năng cần có. Giống như nhiều nước khác, việc nghiên cứu tiến hành một cuộc cải cách tổng thể các tiêu chuẩn kế toán theo sát Tiêu chuẩn Kế toán Quốc tế (IAS) ở Đức sẽ giúp cho việc giải quyết vấn đề này. Trong khi đó, mặc dù có nghĩa vụ phải chấp nhận tất cả các công ty nào thoả mãn các tiêu chuẩn niêm yết theo luật định, nhưng thị trường

chúng khoán lại quyết định tạo ra một phân đoạn thị trường mới, chất lượng cao và có các yêu cầu công bố thông tin mới. Để có thể tham gia vào phân đoạn thị trường mới này, đòi hỏi Neuer Markt phải báo cáo định kỳ hàng quý theo tiêu chuẩn IAS. Từ khi thành lập năm 1996 đến nay, thị trường này đã gắn liền với sự bùng nổ những đợt phát hành mới, do niềm tin của cổ đông đã tăng lên.¹⁹

Giống như tất cả các tổ chức tự điều tiết khác, Deutsche Börse không thể khước từ mối quan hệ với toà án: mặc dù một công ty niêm danh trong phân đoạn thị trường mới tự nguyện chấp nhận những quy tắc khắt khe hơn và có thể bị loại khỏi danh sách của Neuer Markt nếu vi phạm, nhưng có thể sẽ có sự bất đồng trong tương lai về việc chấp hành các qui định mà chỉ có thể giải quyết thông qua toà án. Để các qui tắc này có hiệu lực, cần phải thiết kế lại việc bổ sung các điều luật về hợp đồng tư nhân trong các tổ chức tự điều tiết sao cho ít phải nhờ cậy đến toà án, chẳng hạn bằng cách làm cho bản thân các qui tắc này càng minh bạch càng tốt. Tất nhiên, bản thân thuật ngữ tổ chức tự điều tiết cũng có vấn đề, vì hầu hết các tổ chức như vậy trên thị trường tài chính đều cần đến một sự điều tiết nhất định từ bên ngoài, nếu chỉ muốn hạn chế khả năng các tổ chức này lạm dụng quyền lực thị trường.²⁰

Tuy vậy, khi xây dựng các đạo luật và các qui định thị trường, chúng ta không được buông lơ vai trò quan trọng rõ ràng của tính hiệu lực pháp lý, nói cụ thể hơn là các qui tắc hiện hành phải có khả năng thực thi. Nhiều nghiên cứu kinh tế lượng trong nhiều nước chúng tôi tham khảo đã cho thấy, những đánh giá qua điều tra về pháp chế và chất lượng của chính phủ cũng quan trọng đối với phát triển tài chính.

Ở trình độ giản đơn nhất, dùng bất động sản làm thế chấp cho khoản vay có tác dụng rất hạn chế, nếu người ta biết rằng, việc tịch biên hay nắm giữ tài sản thế chấp rất khó khăn (ngay cả khi người đi vay sẵn sàng và có khả năng thế chấp tài sản chúng tỏ họ có xu hướng tôn trọng cam kết với những người xung quanh, và việc bảo vệ uy tín ở địa phương rất quan trọng đối với họ). Tương tự, nếu luật và các thủ tục phá sản

**¾ những chuág cên
àúúá tưng cúúâg**

không có hiệu lực thì việc những người bên ngoài cho doanh nghiệp vay không có bảo đảm sẽ rất rủi ro. Quả thực, đã có những bằng chứng xác thực cho thấy các doanh nghiệp đã vay được ít hơn khi đồng đảo mọi người ít được nhìn thấy qui trình xử lý việc phá sản hơn (Klapper 2000).

Khắc phục sự thiếu hiệu quả ở cấp toà án là một công việc vượt ngoài khuôn khổ của bài viết này. Tuy nhiên, trong lúc cải cách pháp lý toàn cục đang diễn ra, đôi khi các đối tượng tham gia thị trường có thể tạo ra những tiến triển bằng cách thực hiện những phương thức trừng phạt mà họ có. Thí dụ, trong trường hợp những người trong nội bộ công ty lạm dụng quyền lực, thì việc sở giao dịch loại tên của công ty đó khỏi danh sách có thể là một cách trừng phạt hữu hiệu, ngay cả khi chưa có các toà án hiệu quả và công bằng. Đảm bảo khả năng được niêm yết thứ cấp trên thị trường nước ngoài, hoặc được cấp biên lai ký quỹ, cũng có thể xuất khẩu vấn đề này. Về điểm này, chúng ta sẽ quay trở lại trong Chương 4.

Một thí dụ khác cho thấy, những qui định trên thị trường – nếu kém hiệu lực – có thể gây ra nhiều vấn đề chẳng kém gì những điều luật về quyền hạn nhiệm vụ của công ty, là trường hợp nổi tiếng về các công ty đầu tư đã giành được quyền sở hữu một bộ phận lớn khu vực công ty của Cộng hoà Séc tiếp sau phong trào tư nhân hoá rầm rộ, bằng cách đổi cổ phiếu của mình lấy các chứng phiếu tư nhân hoá của công chúng. Mặc dù cũng có những qui định để kiểm soát quá trình điều hành và tính minh bạch của các công ty đầu tư được cấp phép, nhưng chúng lại không bảo vệ những cổ đông bên ngoài – những người đã đổi chứng phiếu của mình lấy cổ phiếu của công ty đầu tư – khi công ty đầu tư này bị rút giấy phép, và toàn bộ pháp nhân phải chuyển sang một công ty mẹ mà hầu như không bị điều tiết khác (Coffee 1999). Nhiều quỹ vốn lớn nhất cũng bị chuyển đổi, điều đó đã tạo thuận lợi cho việc tước đoạt hoặc “bòn rút ngầm” hầu hết tài sản của quỹ sang cho những người trong cuộc, làm phương hại đến những người ngoài cuộc, vốn đã bán chứng phiếu của mình để lấy cổ phiếu của quỹ. Một dạng vấn đề nữa, khác với

**Kinh nghiệm ở Anh minh
hoạ cho những hình hoạ
của vi phạm có cấu trúc
từng không thoả đáng**

vấn đề quản trị công ty và tính minh bạch, đã diễn ra trong trường hợp của Séc, có liên quan đến tính phi hiệu quả của các qui tắc mua bán. Việc mua bán các cổ phiếu đã niêm yết mà không phải khai báo số lượng và giá cả cho sở giao dịch là điều được phép: trên thực tế, những giao dịch thông qua sở giao dịch trở thành các trường hợp ngoại lệ và thường kết thúc bằng một mức giá giả tạo; còn mức giá cân bằng thị trường thực sự lại rất mơ hồ.

Các công ty đầu tư và các quỹ tương hỗ dưới một hình thức nổi bật, đã minh họa sự cần thiết phải bảo vệ cẩn thận những cổ đông bên ngoài. Việc xây dựng các qui định điều tiết cho khu vực này, một điều có thể sẽ kích cầu mạnh mẽ trong thị trường cổ phiếu, cũng như việc mở rộng các loại hình phương tiện tiết kiệm cho các cá nhân có mức tài sản trung bình và tạo sự cạnh tranh trong việc nhận tiền gửi ngân hàng, là những vấn đề cần được lưu tâm ở nhiều nước.

Thực ra, sự phát triển và tăng cường thị trường chứng khoán và các loại quỹ vốn có quản lý khác, thường đi đôi với nhau.²¹ Các quỹ vốn có quản lý, đặc biệt là quỹ hưu trí tư nhân và các quỹ tiết kiệm theo thoả thuận khác – với trọng tâm nhằm vào đầu tư dài hạn, thường (nhưng không phải lúc nào cũng vậy) bao gồm cả cổ phiếu được buôn bán trên thị trường – có thể là những lực lượng định hướng quan trọng cho sự phát triển của thị trường chứng khoán.²² Nó giống như một khối các nhà đầu tư lớn – có thể lực, buộc phải có các qui tắc và luật pháp để tăng cường tính toàn vẹn của thị trường, hiệu quả của các cơ chế mua bán, và quản trị công ty (kể cả việc phải cung cấp thông tin tốt hơn và bảo vệ các cổ đông thiểu số) – sao cho quỹ hưu trí và các nhà quản lý quỹ về mặt thể chế khác có thể đóng góp nhiều nhất cho sự hoàn thiện thị trường chứng khoán. Điều này sẽ không xảy ra cho đến khi mức sở hữu cổ phiếu của họ đạt đến một mức đông đảo cần thiết – chẳng hạn phải chiếm 20% thị phần, một con số cần có thời gian mới đạt đến được: trên thực tế, việc tích lũy của các quỹ hưu trí là một quá trình dần dần. Nó cũng sẽ không xảy ra khi chiến lược của quỹ là chiếm cổ phần đa số trong các

**Tii ē kii ān theo thoāā
thuēā vaāhi trūūāng
chūāg khoaāā: sūāphaā
trīī n cōāg sinh**

công ty con phi tài chính, giống như trường hợp của các quỹ hưu trí lớn ở nhiều nước.

Và không chỉ thị trường chứng khoán được lợi nhờ sự xuất hiện của các quỹ hưu trí, mà cả công ty bảo hiểm nhân thọ, và các tổ chức tiết kiệm theo thoả thuận khác. Trong các thị trường trưởng thành và mới nổi, chúng đứng ở vị trí trung tâm để hỗ trợ cho rất nhiều phát kiến tài chính dựa trên thị trường, chẳng hạn như chứng khoán đảm bảo bằng tài sản, việc sử dụng tài chính cơ cấu và các sản phẩm phái sinh, kể cả quỹ điều hành theo chỉ số và các sản phẩm tổng hợp để bảo vệ nhà đầu tư trước sự suy giảm của thị trường. Trái phiếu rủi ro thiên tai mà các công ty bảo hiểm phát hành lại là một thí dụ khác về những phát kiến tài chính đã xuất hiện trong phân đoạn thị trường này, và quá trình đó vẫn còn tiếp diễn, với một khoảng trống rõ ràng trên thị trường dành cho các sản phẩm phụ tùy theo tuổi thọ của cá nhân (longevity-based). Kinh nghiệm và việc tích lũy vốn con người có được, khi những người quản lý quỹ được trang bị để sử dụng các kỹ thuật đó, sẽ giúp tăng cường chất lượng quản lý rủi ro trong toàn bộ nền kinh tế.

Hình thành nên những quỹ như vậy còn đảm bảo khả năng tài trợ vững mạnh và ổn định cho các phân đoạn then chốt thích hợp trong thị trường tài chính, như các công ty làm dịch vụ trung gian, cho thuê, hay công ty vốn mạo hiểm. Đến lượt mình, đây lại là những yếu tố then chốt để đảm bảo các công ty qui mô nhỏ cũng có thể tiếp cận được nguồn tài trợ với chi phí phải chăng, một vấn đề mà chúng ta sẽ quay trở lại ở phần dưới. Chúng cũng tạo cầu về đầu tư dài hạn (do các công ty bảo hiểm nhân thọ và các công ty bán niên khoản đặt ra nếu họ muốn đáp ứng được các nghĩa vụ của mình bằng tài sản có kỳ hạn tương ứng), nhờ đó sẽ đề ra được các giải pháp mang tính thị trường cho một khoảng trống trông thấy mà nhiều chính phủ đang cố gắng lấp đầy trong nhiều năm bằng những biện pháp hành chính tốn kém và gây méo mó. Vì thế, các tổ chức tiết kiệm theo thoả thuận đã mở rộng phạm vi và độ sâu trong các dịch vụ tài chính mà họ cung cấp, không chỉ

cho những người chịu trách nhiệm về chính sách của chính họ và các đối tượng tham gia lập kế hoạch, mà còn cho một diện rộng lớn các đối tượng khác trong khu vực tài chính.

Mặc dù sự xuất hiện các quỹ hưu trí tư nhân không phải là điều kiện cần hay đủ cho một thị trường chứng khoán vận hành trôi chảy, nhưng nó lại rất có giá trị để đảm bảo rằng mọi điều kiện tiên quyết cho sự phát triển của các quỹ tiết kiệm theo thoả thuận đều đã tồn tại. Điều này đúng, không chỉ xét về lợi ích lâu dài sẽ dồn tích lại cho những người về hưu, các nhà làm chính sách và các khách hàng khác, mà còn xét cả về những hiệu ứng lan toả có được nhờ sự phát triển khu vực tài chính, nếu ngành kinh doanh quỹ hưu trí là một ngành cạnh tranh và đầy sáng tạo.

Quả thực, chính sách công được xây dựng cho quỹ hưu trí cần được hoàn thiện nhiều hơn nữa so với đa phần các bộ phận khác trong khu vực tài chính. Lý do là, sự phát triển của các quỹ hưu trí tư nhân ở đâu cũng chịu ảnh hưởng mạnh mẽ, nếu không nói là bị chi phối hoàn toàn, bởi chính sách miễn thuế, một quy định được đề ra để khuyến khích mọi người tiết kiệm cho tuổi già. Nó cũng chịu tác động của các quy định của chính phủ biến việc tiết kiệm đó trở thành bắt buộc. Trụ cột thứ hai của việc trả lương hưu liên quan đến các quỹ vốn do tư nhân cung cấp được thiết lập để phản ứng lại với qui định bắt buộc chính thức (trụ cột thứ nhất là tài trợ qua thuế, và trụ cột thứ ba là tiết kiệm tự nguyện, nhưng cũng có thể được lợi về thuế). Để biến tiết kiệm hưu trí thành bắt buộc, chính phủ chắc chắn sẽ phải can thiệp để xác định xem như thế nào là, đủ tiêu chuẩn được coi là tiết kiệm hưu trí và phê chuẩn cho các công ty tài chính quản lý các chương trình hưu trí này. Điều này cũng đúng, nhưng ở mức độ hẹp hơn, đối với các phương thức tiết kiệm được ưu đãi về thuế. Điều đó có nghĩa là chính phủ phải đảm nhận một trách nhiệm nào đó, không chỉ trong vấn đề giám sát, mà còn để đảm bảo sự can thiệp của mình không làm biến dạng các khuyến khích thị trường, một vấn đề có thể dẫn đến việc, chẳng hạn như, ngành này với một nhóm lũng đoạn các quỹ hưu trí sẽ bán

**Caé vëã àĩ ìàùé bĩĩ ã àöë
vũãchĩnh saéã vĩ ìquyã
hũu trĩ**

sản phẩm của mình với giá cắt cổ cho một đối tượng khách hàng thiếu thông tin.²³

Nhiều vấn đề về việc xây dựng chính sách cho hệ thống quỹ hưu trí vẫn chưa được giải quyết trong các công trình nghiên cứu, và vẫn còn sự bất đồng lớn về thực tiễn trên thế giới khi xử lý các vấn đề sau:

- Nếu tiết kiệm hưu trí là bắt buộc, thì sự bắt buộc đó nên áp dụng cho cá nhân hay cho người sử dụng lao động? (Sẽ tiết kiệm được chi phí nếu buộc người sử dụng lao động phải bố trí trích quỹ này, nhưng nó cũng sẽ thiếu sự minh bạch và có thể thiếu cả động cơ để nguồn quỹ này được đầu tư đúng chỗ).
- Cơ cấu phí mà các quỹ này được phép thu là bao nhiêu? (Mức phí này nên được trả trước hay tính tỉ lệ theo lợi tức đầu tư? Vì tính minh bạch và công bằng, có nên buộc các quỹ này chỉ được thu mức phí đồng loạt với mọi cá nhân tham gia, hay là việc cố định mức phí như thế sẽ làm cho sự méo mó đó tệ hại hơn, chẳng hạn như xét về chi phí marketing?)
- Liệu có nên cho phép người hưởng lương hưu được chia khoản tiết kiệm của mình vào các quỹ khác nhau hay không? (Tập hợp các loại tài sản mà cá nhân ưa thích có thể khác nhau, đặc biệt là theo độ tuổi, nhưng ở đâu cho phép được chuyển từ tài khoản này sang tài khoản khác, thì ở đó sẽ mọc nhanh như nấm các chi phí marketing tốn kém và có lẽ rất lãng phí nữa).
- Có nên buộc người quản lý quỹ phải đảm bảo tạo ra mức lợi tức tối thiểu hay không? (Sự đảm bảo này có thể khuyến khích việc kết hợp giữa các chiến lược đầu tư, mặc dù có bằng chứng cho thấy điều này cũng xảy ra ngay cả khi không có sự đảm bảo).
- Nên cho phép kiểu hợp đồng chi trả đều hàng năm (niên khoản) hay các thoả thuận thoái trả khác? (Chi trả đều hàng năm bắt buộc, sẽ loại trừ được rủi ro về tuổi thọ, nhưng lại gây ra rủi ro đối tác [counterparty risk]; còn niên khoản biến thiên thì cho phép người hưởng lương

**Coâ nhii ù vĩa ài ìchũa
àúúã giaã quyì ã trong
vii ã thii ã ki ãchinh saáh
cho caá quyãhũu trí**

hưu được tham gia vào lợi tức thị trường – và cả rủi ro nữa – trong thời kỳ thoái trả).

Giải quyết những vấn đề này sẽ chuyển sang nội dung về chính sách công bổ trợ, mà nội dung của nó vượt quá khuôn khổ của báo cáo này, chẳng hạn như tính chất của các chương trình hưu trí do chính phủ cung cấp và khả năng hoán chuyển những lợi ích tích lũy được trong các kế hoạch do bên sử dụng lao động cung cấp, và các khía cạnh khác của chính sách phân phối lại thu nhập.

Nếu đi đến được sự đồng thuận thì nó sẽ xoay quanh nguyên tắc cho rằng, các qui tắc đầu tư cứng nhắc là những qui tắc thường rút phần lớn các khoản tiết kiệm hưu trí vào những tài sản được chính phủ bảo trợ nhưng lợi tức thấp, phải được dỡ bỏ. Quả thực, khi điều kiện của nhiều nước, nhất là ở những nơi mà ngành hưu trí vẫn còn phôi thai, sự tinh tế của khách hàng hay khả năng tiếp cận thông tin còn hạn chế, hoặc năng lực điều tiết còn yếu, thì rõ ràng, điều hành trong ngành hưu trí vẫn cần phải được hạn chế bằng các qui tắc định lượng công khai, đặc biệt là để đối phó với việc tập trung rủi ro. Điều này nằm ngoài yêu cầu chung về tính thận trọng. Tuy nhiên, xu thế sẽ nghiêng về hướng nới lỏng các qui tắc đầu tư định lượng mang tính tùy tiện, ngay cả khi điều kiện cho phép, sao cho các quỹ hưu trí có thể đảm nhận vai trò đầy đủ và có khả năng lớn trong việc cung cấp các dịch vụ tài chính thiết yếu.²⁴

Khañung tii p cêh

NHỮNG BIỆN PHÁP THÀNH CÔNG TRONG VIỆC phát triển sâu thị trường tài chính và hạn chế việc thực hành méo mó quyền lực thị trường đã giúp đảm bảo có nhiều công ty và cá nhân có khả năng tiếp cận tín dụng ở chi phí chấp nhận được. Nhưng ai trong số người nghèo, các doanh nghiệp nhỏ và doanh nghiệp vi mô sẽ là người đi vay?

**Khañung tii p cêh töehún
àĩ ã hoah ãöông taah chính
coahĩ ígiup hõgia àinh
thoah ngheoh vaãranh thuã
àúúh ãùng lúh cuã nhũg
ngúúahit àúúh úu àaã**

Khả năng tiếp cận là một vấn đề rất quan trọng, ít ra với hai nguyên nhân tách bạch nhau. Thứ nhất, chúng trực tiếp nhấn mạnh đến khía cạnh trao quyền trong đói nghèo. Khả năng tiếp cận hạn chế đến tài chính là một yếu tố góp phần làm cho sự đói nghèo dai dẳng do nó hạn chế nghiêm trọng khả năng các hộ gia đình nghèo tận dụng khả năng kinh doanh của chính mình để thoát nghèo. Thứ hai, có những yếu tố ngoại ứng trong tài chính đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Một cách để liên tưởng về điều này là phải nhận thấy rằng, mỗi doanh nhân tiềm năng đều bắt đầu bằng một ý tưởng: việc cho ra đời một doanh nghiệp nhỏ thường là cách duy nhất để thực hiện những ý tưởng đó, và nó sẽ không thể trở thành hiện thực nếu không có khả năng tiếp cận cần thiết đến tài chính. Nhiều ý tưởng sẽ rất tồi tệ, nhưng một số lại sẽ mang về những lợi ích xã hội to lớn, đóng góp vào quá trình tăng trưởng. Cái nào tốt, cái nào xấu, không dễ dàng xác định được, trừ phi chúng được cọ xát trên thương trường. Tuy không làm giảm bớt sự đóng góp vào tăng trưởng của các doanh nghiệp lớn, nhưng một hệ thống tài chính mà chỉ được tổ chức để đảm bảo khả năng tiếp cận cho những doanh nghiệp đã định hình sẵn và đang thịnh vượng, cũng sẽ không đáp ứng được khía cạnh này.

**Maàng lúúã taà chính phi
chính thúé rōng lúá tōn
taã úphēn lúá caé
nūúé ¾**

Hai trở ngại chính cản trở khả năng tiếp cận được đề cập đến nhiều là, (a) người nghèo và các công ty mới khởi sự đều thiếu các tài sản thế chấp, và (b) chi phí cố định, bao gồm cả chi phí nắm bắt, theo dõi và thu thập thông tin, và hiệu lực thực thi, đều là những rào cản đối với các hợp đồng và giao dịch tài chính nhỏ. Với khả năng tiếp cận rất hạn chế khu vực tài chính chính thức thông thường, các cá nhân và công ty qui mô nhỏ, nghèo hoặc bị cô lập, đều phải dựa vào những hình thức rất đa dạng của các thoả thuận tài chính phi chính thức hoặc gần như chính thức. Họ cũng sử dụng hàng loạt cách tiếp cận phi tài chính để đảm bảo những dịch vụ cần thiết mà hệ thống tài chính chính thức không cung cấp được cho họ.

Ở nhiều vùng, và đối với những nhóm nhất định ở hầu hết các vùng trong thế giới đang phát triển, tài chính phi chính

thức rất quan trọng.²⁵ Nó xuất hiện dưới nhiều dạng, từ người susu – những người mang đến một thiên đường cho những khoản tiết kiệm của các phụ nữ tham gia kinh doanh, giúp họ tránh được sự tiêu xài hoang phí hay các thành viên gia đình sách nhiễu, cũng như tránh bị mất cắp – cho đến các hiệp hội tiết kiệm và tín dụng luân phiên (roscas), và bằng cách thu thập các khoản tiết kiệm định kỳ và dùng khoản tiền đã tập hợp được cho các thành viên lần lượt được vay, các hiệp hội này giúp vào việc tiết kiệm thời gian trung bình mà mỗi thành viên phải bỏ ra để tiếp cận được một khoản tiền đủ để đầu tư như mong muốn. Ở bất cứ đâu cũng đều có những người cho vay truyền thống, chủ hiệu cầm đồ, và tín dụng liên quan đến thương mại hay các khoản vay có ràng buộc, nhưng có lẽ phần lớn nhất, bao gồm các thoả thuận tài chính song phương lại không qua trung gian (tài chính) giữa bạn bè và những người thân, cho dù là dưới hình thức vốn vay, vốn góp cổ phần hay một dạng pha trộn nào đó.²⁶

Không có tài sản thế chấp hoặc những cơ chế thực thi pháp luật trên thực tế hay đang hoạt động, thì tài chính phi chính thức sẽ thay thế cho hàng loạt những khuyến khích và phương tiện thông tin khác, bao gồm cả hiệu lực xã hội, để trừng phạt những trường hợp cố tình không trả nợ, thế chấp xã hội và cầm cố, khi mà việc sở hữu và sử dụng các tài sản mang ra thế chấp đã được chuyển sang cho người cho vay.²⁷

Các chỉ số cho thấy, qui mô tài chính phi chính thức có quan hệ ngược chiều với độ sâu tài chính chính thức, và mặc dù rất vững mạnh và giàu có, tài chính phi chính thức cũng khó lòng tạo ra được một sự thay thế hoàn hảo cho tài chính chính thức đang vận hành trôi chảy, với khả năng huy động vốn trên qui mô lớn và tích hợp rủi ro trên các lĩnh vực rộng lớn. Lợi thế so sánh mà người ta cho là của tài chính chính thức khi giải quyết các vấn đề về hiệu lực thực thi và thông tin, có liên quan chủ yếu đến những khách hàng qui mô nhỏ và bị cô lập. Thí dụ, rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm về tác dụng của hệ thống tài chính phi chính thức trong việc tích hợp rủi ro trong các làng đã kết luận rằng, mặc dù có nhiều

**những chuág ãi ù laãúã
thay thì ãmõã caéng ngheã
naã cho caé phúng thúé
trung gian taãchính
chính thúé hún**

thể chế cùng tồn tại, và thường vận hành ở một qui mô tương đối lớn, nhưng sự biến động trong tiêu dùng của cá nhân từng hộ gia đình vẫn còn chưa thể cách ly hoàn toàn khỏi những rủi ro đặc trưng của hộ.

Ngoài tài chính phi chính thức ra, các hộ gia đình không thể tiếp cận thích đáng đến tài chính chính thức sẽ rút về hình thức tự bảo hiểm (trước khi có rủi ro) thông qua những phương tiện như chọn các qui trình sản xuất ít rủi ro (và lợi tức trung bình nói chung cũng thấp), và chọn các tài sản phi tài chính có đặc điểm giảm bớt nhiều rủi ro (như mua gia súc), hay chiến lược lập gia đình và di cư (kết hôn với một gia đình ở một làng xa có thể giúp dàn trải rủi ro tiêu dùng); và (sau khi có rủi ro) sẽ lựa chọn các loại chiến lược ứng phó, kể cả việc huy động thêm nguồn lao động trong hộ gia đình.

Muốn nâng cao khả năng tiếp cận tài chính chính thức, phải khắc phục hai vấn đề cơ bản về thông tin và định phí tương đối cao của việc cho vay qui mô nhỏ. Những nghiên cứu gần đây tập trung vào các tiến bộ công nghệ và chính sách đã chỉ ra cách làm thế nào để hạ thấp các rào cản đó. Những năm trở lại đây, người ta đã quan tâm nhiều đến các hình thức tổ chức tài chính vi mô chuyên nghiệp và đầy sáng tạo, hầu hết đều được trợ cấp và thường định hướng cho người nghèo vay; những tổ chức này đã được thành lập với nhiều thành công to lớn. Các đặc điểm được đề cập đến nhiều trong các nghiên cứu về tổ chức tài chính vi mô này gồm (a) tỉ lệ dây dưa nợ khá thấp – thấp hơn nhiều so với thể hệ các chương trình cho vay bao cấp trước đây đã hoạt động ở nhiều nước đang phát triển – và (b) phạm vi phục vụ của các tổ chức này, xét về con số tổng thể cũng như về đối tượng mà trước đây hoàn toàn bị lãng quên như phụ nữ. Những yếu tố thành công này có được chắc chắn rất to lớn. Thành công này một phần là nhờ đã biết dựa vào các phát kiến mà tài chính phi chính thức đã gợi ra, thí dụ:

- Việc sử dụng các thoả thuận cho vay theo nhóm để khai thác tiềm năng về vốn xã hội và áp lực của nhóm nhằm giảm bớt sự cố tình dây dưa nợ.

**Tài chính vi mô có thể
giảm bớt các vấn đề về
thông tin và chi phí cho
vay qui mô nhỏ**

- Những khuyến khích năng động sử dụng lịch trả nợ định kỳ và các khoản vay nối tiếp theo nguyên tắc “cho vay lũy tiến”.
- Tinh giản cơ cấu quản lý phân phối để giảm bớt chi phí và cho phép người cho vay giữ được tỉ lệ vốn vay ở mức hợp lý.

Những phát kiến này được triển khai “từ dưới lên” ở các nước nghèo như Bangladesh, Bolivia, và Indônêxia, đến nay đã được nhập khẩu vào nhiều nước tiên tiến, nơi mà người nghèo vẫn chỉ được hệ thống tài chính chính thức phục vụ tương đối kém cỏi.³⁰

Mặc dù xét về giá trị khoản vay thì nhỏ, nhưng những chương trình này lại rất quan trọng, nếu xét về số hộ gia đình được hưởng lợi, và tốc độ tăng trưởng dự kiến sẽ còn nhanh hơn. Vì thế, điều quan trọng là phải định hướng các nguồn lực vào những nơi chúng có tác động xã hội lớn nhất, và tránh sa đà vào những cấu trúc xã hội mỏng manh bằng cách đòi hỏi quá nhiều ở họ. Tuy nhiên, ngay chính những chương trình này cũng không mấy thành công trong việc trực tiếp vươn tới những người nghèo nhất trong diện nghèo.

Sự tương tác giữa các tổ chức này với các bộ phận khác trong hệ thống tài chính có thể không mang tính quyết định đối với những thành công tiếp theo và sự tiến triển của các chương trình tài chính vi mô. Một thí dụ minh họa cho việc thiếu sự tương tác này là kết quả cho vay của BRI ở Indônêxia hầu như không bị ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng năm 1997-98 vốn đã từng càn quét hệ thống ngân hàng chính. Chắc chắn, khi một số ngân hàng không được trợ cấp nhận ra giá trị của những kỹ thuật này, họ có thể trở thành các đối thủ cạnh tranh để tranh thủ thu hút một số khách hàng đi vay của khu vực được trợ cấp, nhưng đây không hẳn đã là một mối đe dọa cho việc duy trì tính hiệu quả xã hội của các tổ chức tài chính vi mô chuyên nghiệp hướng vào phục vụ người nghèo. Tuy nhiên, nó có thể là điều kiện cần thiết để các tổ chức đó trở thành một phần của hệ thống thông tin tín dụng chính thức, như sẽ bàn đến dưới đây, để tự bảo vệ mình khỏi phải

**những chuàng thúuàng
không thì ígiuúp àúãcho
nhuãg nguũuã ngheã nhẽ
trong đii à ngheã**

tiếp xúc với những đối tượng người vay không quen, những người có khả năng tiếp cận đến các nguồn tài chính khác.

Tuy cuộc cách mạng trong tài chính vi mô là về các kỹ thuật cho vay, những kỹ thuật có thể và trên thực tế đã tạo ra những ngân hàng có lãi, nhưng sẽ là sai lầm nếu cho rằng nó đã chối bỏ bất kỳ khả năng nào để thực hiện các chương trình cho vay có trợ cấp dành cho người nghèo. Bốn thực tế dưới đây sẽ nhấn mạnh đến những khác biệt cần làm rõ:

- Rất nhiều trong số các trung gian tài chính vi mô lớn nhất và nổi bật nhất tiếp tục yêu cầu được trợ cấp.
- Các doanh nghiệp vi mô không nhất thiết đều hoạt động vì người nghèo.
- Hầu hết các chương trình tài chính vi mô thực ra không trực tiếp cấp vốn cho những người nghèo nhất trong diện nghèo.
- Chi phí hoạt động, có nghĩa là lãi suất thực trong các khoản vay vi mô có xu hướng rất cao: nó có thể chi trả được nếu áp dụng cho một số loại hình hoạt động kinh tế (thí dụ những khoản vay rất ngắn hạn để buôn bán), cũng tức là chi phí về vốn sẽ cao hơn nhiều so với lãi suất thị trường tiền tệ bán buôn.

Những vấn đề này đã đưa đến một kết luận kép. Thứ nhất, tín dụng vi mô phi trợ cấp có thể là một bộ phận quan trọng của hệ thống tài chính, không chỉ dựa trên những kỹ thuật nhằm khai thác khái niệm về vốn xã hội, mà còn dựa vào sự cải tiến trong công nghệ thông tin cho việc thẩm định vốn vay, như sẽ bàn đến dưới đây. Thứ hai, các chương trình tài chính vi mô có trợ cấp phục vụ người nghèo cũng có thể thu được lợi ích kinh tế tiềm năng. Sẽ không thực tế nếu giả thiết rằng, nhu cầu về những khoản trợ cấp như thế sẽ được loại bỏ qua thời gian.

Nghiên cứu chi tiết để đánh giá tỉ suất lợi tức xã hội của các chương trình tài chính vi mô có trợ cấp đã trở thành một mảng đề tài sôi động. Một số hình thức cho vay có thể hữu hiệu hơn các hình thức khác: đặc biệt, nói chung cho phụ nữ

**Ba ã hoã tũc ã chũng
trũnh tũn duãng bao cẽp
trũũc ãyẽ vẽn coã nguyĩ n
gia ã trũ cho chũng trũnh
ta ã chũnh vi mũ**

vay có xu hướng sẽ thu được lãi suất xã hội cao hơn. Điều quan trọng là phải hướng những khoản trợ cấp hiện có vào những nơi mang lại tác động xã hội lớn nhất. Là một khía cạnh của tài chính công ứng dụng, việc bàn một cách trọn vẹn về tài chính vi mô có trợ cấp nằm ngoài phạm vi của báo cáo này, nhưng kết quả đáng buồn của thể hệ các chương trình tín dụng có trợ cấp kém cỏi trước đây đã cho chúng ta nhiều bài học, mà đến nay vẫn còn giữ nguyên giá trị và cần được tiếp tục áp dụng trong các chương trình tín dụng vi mô có trợ cấp theo phương thức mới và định hướng vào người nghèo (Adams, Graham, và von Pischke 1984). Trong số những bài học đó, có bài học về sự cần thiết phải tăng cường giới hạn ngân sách cứng, tránh qui định mức lãi suất quá thấp đến mức gây ra hiện tượng vay nợ lòng vòng, chọn lựa kỹ lưỡng và kiên định với các nhóm đối tượng mục tiêu v.v... Ngoài ra, tính chất hữu hình cao độ và tính phổ biến rộng rãi của các chương trình này giữa các nhà tài trợ, bản thân nó cũng có rủi ro: điều quan trọng là phải tránh sa lầy vào các cấu trúc xã hội thường rất dễ đổ vỡ, những cấu trúc này duy trì các tổ chức đó bằng cách đòi hỏi ở chúng quá nhiều. (Hãy lấy một thí dụ: khi nguồn vốn từ các nhà tài trợ làm tăng thêm cung về tín dụng, thì việc mỗi tổ chức chứng minh được rằng, khoản vay mà họ cho vay lúc này thừa sức bù lại những thất bại do những tổ chức cho vay khác gây ra dễ dàng đến mức nào?)

Chừng nào chúng ta còn quan tâm đến tín dụng vi mô, thì chừng đó việc chú trọng cải thiện cơ sở hạ tầng thông tin còn mang lại nhiều lợi ích lớn lao.

Việc thu thập, xử lý và sử dụng tiểu sử đi vay và các thông tin khác liên quan đến các hộ và doanh nghiệp nhỏ cho vay là một hoạt động đang phát triển rất nhanh trong cả khu vực công lẫn tư [xem Miller (sắp xuất bản) về phần đánh giá quá trình mở rộng trên phạm vi toàn thế giới gần đây của các cơ sở đăng ký tín dụng]. Công nghệ máy tính cũng đã làm giảm mạnh chi phí đơn vị và nâng cao tính tinh vi trong việc sử dụng số liệu để đánh giá uy tín vay vốn. Tuy tác động của việc có được nguồn thông tin này đã làm thay đổi động cơ

**Tùng cúuâg cú súãhaả
têng cung cêp thông tin
va công nghi ảcoãhĩ í
giaãn búã chi phí trung
gian ¾**

khuyến khích và quyền lực thị trường một cách rất tài tình – nhưng không phải lúc nào cũng có lợi – nhưng các nghiên cứu gần đây đều nhất trí rằng, tăng cường khả năng tiếp cận các thông tin tín dụng có thể làm tăng mức độ sẵn có của các khoản vay và giảm bớt chi phí cho các trung gian tài chính. So sánh số liệu của 43 nước, Jappelli và Pagano (1999) nhận thấy, khối lượng tín dụng qua ngân hàng cao hơn đáng kể ở những nước có mức độ chia sẻ thông tin rộng rãi hơn, ngay cả sau khi đã cố định các hiệu ứng khác về mức độ bảo hộ pháp lý khác nhau đối với người cho vay. Không mấy khó khăn để có thể thấy được vì sao lại như vậy. Trước hết, thông tin tốt hơn cho phép ngân hàng định mức lãi suất có lợi hơn cho những khách hàng có uy tín cao hơn, nhờ đó, cho phép thị trường thoát khỏi, ít ra là ở mức độ nhất định, cái bẫy của hiện tượng lựa chọn ngược mà Stiglitz và Weiss (1981) đã chứng minh có thể đưa tới khả năng phân bổ tín dụng theo định suất. Biết rằng kết quả vay vốn của mình sẽ bị những người cho vay trong tương lai đánh giá cũng sẽ làm giảm bớt tâm lý lợi dụng bảo lãnh, cố ý làm liều, làm tăng thêm cái giá phải trả khi dây dưa nợ. Hơn nữa, chia sẻ thông tin thu thập được cũng có nghĩa là người cho vay sẽ mất đi một phần quyền lực thị trường đi kèm với những thông tin ấy.

Chúng ta không hy vọng tất cả công nghệ này đều có thể giải quyết được trọn vẹn tính kém hiệu quả về các thông tin cơ bản mà nhiều nước đang phát triển đang phải đối mặt, nhưng nó có thể hạn chế được.

Tất nhiên, cũng có sự thật lười, và những thách thức chính sách mà chúng đặt ra đầy thú vị. Để có lợi cho mình, người đi vay phải chấp nhận bị vi phạm ít nhiều đến tính riêng tư cá nhân. Vì việc phân biệt đối xử giữa người có uy tín vay vốn và những người khác là mục đích của việc thẩm định vốn vay, nên các mô hình thống kê tính điểm tín dụng có sử dụng thêm các thông tin cá nhân không phải là tiểu sử đi vay, có thể sẽ có tác dụng xấu về mặt xã hội khi muốn củng cố thêm cho những nhóm người yếu thế, bất kể là yếu thế theo vùng địa lý, sắc tộc, hay các tiêu chí khác. Ở một số nước, việc phân

**¼ vùúã tröãnhüãg thĩ ã
haãtĩ ì êñ dúúã hinh
thúã mèê tinh chề rĩ ng
tú va phên bĩ ã àõẽxúã
trong tin duãg**

biệt đối xử tín dụng theo một số tiêu chí cụ thể là bất hợp pháp, và ngay cả khi việc thực hiện rất khó khăn thì vẫn cần phải cảnh giác trước những hiệu ứng tai hại về mặt xã hội của sự phân biệt đối xử này: điều này rõ ràng sẽ có nguy cơ làm thu hẹp phạm vi của các hệ thống thông tin tín dụng. Đồng thời, ngành công nghiệp thu thập thông tin cũng có xu hướng tự nhiên là tập trung, hay thậm chí còn độc quyền (90% thông tin tín dụng về khu vực doanh nghiệp nhỏ ở Mỹ là do hãng đứng đầu thị trường, Dun và Bradstreet, cung cấp).

Vấn đề tính riêng tư còn có một ý nghĩa quan trọng lớn lao trong thực tế. Barron và Staten (2001) đã chứng minh giá trị dự báo của các thông tin tín dụng đã bị mất khi áp đặt, dù chỉ rất khiêm tốn, yêu cầu về thông tin riêng tư. Cụ thể, luật pháp ở nhiều nước đã không thừa nhận việc chia sẻ các thông tin tích cực trong tiểu sử đi vay (tức là, chỉ được báo cáo những thông tin về việc không trả được nợ). Tuy vậy, nếu không được biết những thông tin này, thì dường như người cho vay nào tự đặt ra mục tiêu tỉ lệ không đòi được nợ là không quá 3% thì cứ năm người xin vay vốn họ từ chối ba người, một tỉ lệ cao gấp đôi so với khi họ được cung cấp đầy đủ tất cả mọi loại thông tin (xem Bảng 1.1).³¹ Tất nhiên, bảo vệ tính riêng tư là một vấn đề rộng lớn và đang phát triển rất nhanh, nhưng những bằng chứng trên về giá trị – đối với cả người cho vay và đi vay - của việc chia sẻ thông tin khách quan về tiểu sử đi vay đã cho thấy, những nước có luật lệ khắt khe về tính riêng tư cần cân nhắc xem có nên nới lỏng chúng để cho phép chia sẻ thông tin với người cho vay, những người mà người đi vay đang trông chờ để vay vốn.

Việc thành lập các cơ sở đăng ký tín dụng công cộng, hoặc do nhà nước kiểm soát, ở một số nước, đã tình cờ trở thành một thủ thuật để giải quyết vấn đề độc quyền. Các cơ sở đó được thành lập từ lâu đời ở một số nước châu Âu, một phần là do những hiệu ứng phụ của việc ngân hàng trung ương đặt ra yêu cầu phải được phê duyệt trước những giấy tờ tư nhân dùng làm tài sản thế chấp để được vay vốn trên thị trường tiền tệ. Rất nhiều cơ sở đăng ký như vậy gần đây đã được

Bảng 1.1 Tác động của mức độ sử dụng công nghệ tài chính đối với sự tuân thủ mô hình cho vay tín dụng êm cén ở các nước khác nhau

Tỷ lệ sử dụng công nghệ tài chính (%)	% người đi vay tuân thủ		
	Mô hình truyền thống	Mô hình chính xác	% giảm đi trong số người đi vay tuân thủ trong mô hình chính xác
3	74,8	39,8	46,8
4	83,2	73,7	11,4
5	88,9	84,6	4,8
6	93,1	90,8	2,5
7	95,5	95,0	0,5

Chú thích: Mô hình đầy đủ dự báo uy tín vay vốn bằng cách sử dụng cả thông tin tích cực và tiêu cực về tiểu sử tín dụng của người đi vay; chất lượng tín dụng lấy làm ngưỡng được điều chỉnh để đạt được tỷ lệ vỡ nợ mục tiêu. Mô hình chỉ lấy thông tin tiêu cực cũng thực hiện tương tự nhưng bỏ qua tất cả các thông tin tích cực.

Nguồn: Tính toán từ Barron và Staten (2001) dựa vào một mẫu lớn tiểu sử tín dụng từ công ty cung cấp thông tin tín dụng Experian của Mỹ.

thành lập, nhất là ở châu Mỹ Latinh. Sự bùng nổ gần đây là một phản ứng dễ hiểu trước những quan ngại về thành tích cho vay nói chung ở các nước đang được xét, và về chất lượng thông tin mà dựa vào đó, các ngân hàng đưa ra quyết định cho vay. Những nước nào đã sẵn có cơ sở đăng ký tín dụng tư nhân thì sẽ ít có xu hướng thành lập các cơ sở công cộng. Mặc dù việc thành lập các cơ sở đăng ký công cộng là một bước tiến mới, nhưng chúng ít có khả năng duy trì vị thế lực lượng chủ đạo trong việc cung cấp các thông tin tín dụng liên quan đến việc cho vay qui mô nhỏ. Chỉ có thông tin về những giao dịch lớn mới có giá trị trực tiếp đáng kể đối với các nhà điều tiết thận trọng, còn đối với những khoản vay nhỏ thì khía cạnh chia sẻ thông tin mới nổi lên hàng đầu. Quả thực, việc thành lập các cơ sở đăng ký công cộng không loại trừ khả năng tiếp tục hình thành các cơ sở đăng ký tư nhân. Trong điều kiện khối lượng cho vay từ nước này sang nước khác đang ngày một tăng, có nhiều khả năng mạng lưới liên lạc của

các cơ sở đăng ký tư nhân sẽ ngày một hướng vào việc tận dụng lợi thế so sánh ở chỗ này. Quan điểm chính sách thích hợp phải là hỗ trợ cho sự phát triển này, chẳng hạn bằng cách đảm bảo rằng, định mức qui mô vốn vay buộc phải báo cáo cho các cơ sở đăng ký công cộng không quá thấp.

Ki ề luậ

NHỮNG KẾT LUẬN NGHIÊN CỨU GẦN ĐÂY ĐÃ cho ta một định hướng chung rõ ràng về việc hoạch định các chính sách chính phủ cho khu vực tài chính. Chúng đều khẳng định rằng, phát triển tài chính là quan trọng, có lợi cho người nghèo và làm giảm sự bất ổn định tổng thể, do đó góp phần vào tăng trưởng. Ngay cả khi những kết quả này không thể hiện một thái độ nghiêng về cách tiếp cận cơ cấu dựa vào ngân hàng hay dựa vào thị trường chứng khoán, thì chúng cũng đã cho ta rất nhiều chỉ dẫn về những điều cần bảo vệ thông qua các biện pháp về cơ sở hạ tầng. Cả người cho vay và người đi vay tiềm năng đều được lợi nhờ hoàn thiện việc bảo hộ quyền của người cho vay, các cổ đông thiểu số thì được lợi từ sự bảo vệ không bị giấu giếm thông tin và các hình thức lạm dụng khác của những người trong nội bộ công ty, và sự phát triển tài chính sẽ được củng cố khi việc thực thi quyền lực thị trường của ngân hàng và các đối tượng khác bị hạn chế. Việc tăng cường cơ sở hạ tầng thông tin đã chứng tỏ có tác dụng cải thiện khả năng tiếp cận của những người đi vay nhỏ, cũng như việc có được một ban quản lý sáng tạo và các kỹ thuật vận hành cho các tổ chức tín dụng vi mô chuyên nghiệp.

Cũng có những dấu hiệu cho thấy ở đâu thì sự trợ cấp của chính phủ có lợi, hoặc ở đâu thì không có lợi. Mặc dù những nỗ lực bao cấp lãi suất thường phản tác dụng, nhưng cũng có trường hợp các chương trình trợ cấp được thiết kế kỹ càng dành cho cơ sở hạ tầng thông tin tư nhân, lại khắc phục được vấn đề về định phí và giải phóng những ngoại ứng mà việc một bộ phận các doanh nghiệp nhỏ có được khả năng tiếp cận

lớn hơn đến tài chính chính thức có thể phát sinh. Tiền của nhà nước có thể hữu ích trong việc tăng cường cơ sở hạ tầng tư pháp và kế toán, và tất nhiên, cả trong việc giám sát và điều tiết thận trọng nữa, mặc dù ở đây còn có thể thu hồi được một phần chi phí.

Vì vậy, một bức tranh toàn cảnh về một hệ thống tài chính tiên tiến và vận hành trôi chảy đã được khắc hoạ. Nhưng làm thế nào để tránh được cái bẫy của khủng hoảng, nguy cơ không trả được nợ và sụp đổ? Đó là nội dung mà đến đây, chúng ta sẽ chuyển qua Chương 2.

Chú thích

1. Tài chính có tổ chức bao gồm các trung gian và thị trường tài chính chính thức, cũng như các cơ sở như hiệp hội tiết kiệm và tín dụng luân phiên (roscas), những tổ chức mặc dù được tổ chức đặc biệt cho tài chính nhưng vẫn mang tính phi chính thức, theo nghĩa, chúng không có tư cách pháp nhân hoặc không nằm trong đối tượng điều tiết của chính phủ. Cần lưu ý rằng, ở nhiều nước đang phát triển, điều quan trọng là phải phân biệt giữa những tổ chức này với sự xuất hiện của các trung gian tài chính phi điều tiết có chức năng bán chứng khoán cho, hoặc nhận tiền gửi từ, đông đảo người dân (xem Chương 2). Hầu như tất cả số liệu sử dụng trong nghiên cứu này đều chỉ đề cập đến khu vực tài chính chính thức.

2. Goldsmith (1969) có thể được coi là người tiên phong, và một trong những người đầu tiên đã phát triển sáng kiến thực nghiệm giữa các nước này là Gelb (1989), King và Levine (1993a và b), và Gertler và Rose (1994). Levine (1997) đã có một sự thẩm định xác đáng về các công trình nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm.

3. Trong số những trở ngại thống kê mà các biến về xuất xứ pháp lý này phải vượt qua, có kiểm định của Hansen về sự đồng nhất quá mức các công cụ. Ngoài việc sử dụng công cụ xuất xứ pháp lý, Levine, Loayza và Beck (2000) cũng đã sử dụng một kỹ thuật về biên công cụ lập có tính chất động và cũng đã có kết luận gần như tương tự. Đối chứng các phương pháp sử dụng chuỗi số theo thời gian cũng đã được Neusser và Kugler (1998), Rousseau và Wachtel (1998) áp dụng và cũng cho kết luận như vậy, mặc dù số liệu của họ chỉ hạn chế trong các nước thuộc Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD).

4. Thay tỉ số trung bình của tín dụng tư nhân trong GDP của Cônggô (Kinshasa) bằng tỉ số này của Malaixia và Thái Lan đã dự báo tốc độ tăng trưởng trung bình của Cônggô sẽ tăng thêm hơn 6% một năm nữa, không chênh lệch là mấy so với sự khác biệt thực sự khoảng 7% giữa tốc độ tăng trưởng của Cônggô và một trong hai nước kia. Tất nhiên, những phép tính toán như thế cần hết sức thận trọng, như đã nêu trong Hộp 1.1.

5. Có một cuộc thảo luận rất thú vị về sự cần thiết phải giảm bớt rủi ro trong de Ferranti và các tác giả khác (2000).

6. Nhiều vấn đề của nền kinh tế kế hoạch hoá tập trung đã tiền tệ hoá cao độ sau khi tự do hoá được trích dẫn ở đây như một thí dụ; tương tự như việc sử dụng bất hợp lý các sản phẩm phái sinh ở Mêhicô, 1994, mô tả trong Chương 4.

7. Levine và Zervos (1998a, và b), Demirgüç-Kunt và Levine (1999), Beck, Demirgüç-Kunt và Levine (2000a), Demirgüç-Kunt và Huizinga (2000a), Demirgüç-Kunt và Maksimovic (2000).

8. Thí dụ, tỉ lệ nợ trên vốn cổ phần trung bình của các công ty được niêm yết trong 30 nước đã được định vị trong Hình 1.7 chỉ có tương quan rất lỏng lẻo ($R = -0,40$) với chỉ số cấu trúc thị trường hay cấu trúc ngân hàng mà Demirgüç-Kunt và Levine (2001) đã xây dựng.

9. Chúng tôi sử dụng thuật ngữ này để bao hàm cả những người quản lý, giám đốc và cổ đông chi phối trong công ty.

10. Cách giải thích thêm có thể nằm ở mối quan hệ giữa lãi suất cho vay cao và độ rủi ro cao hơn của việc cho vay (xem Agénor, Aizenman và Hoffmaister 1999).

11. Baskin và Miranti (1997) đã lưu lại việc sử dụng chứng khoán thường trong các thế kỷ 19 và 20.

12. Xem La Porta, López-de-Silanes và Shleifer (1999a) về các nước tiên tiến. Nghiên cứu của Khanna và Palepu (1999) về việc giám sát các nhóm công nghiệp ở Ấn Độ cũng đã nhấn mạnh đến hiệu ứng “làm nguội lạnh” mà tính mơ hồ đã gây ra cho việc đầu tư ở bên ngoài. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng, một số nước phụ thuộc nặng nề vào hình thức sở hữu gia đình, theo Hình 1.10, cũng đã có được thành tích kinh tế mạnh mẽ và lâu dài.

13. Thuật ngữ “cơ sở hạ tầng tài chính” được

dùng để phản ánh khung qui tắc và hệ thống trong đó, các công ty và hộ gia đình lên kế hoạch, đàm phán và thực hiện các giao dịch tài chính. Như vậy, nó sẽ bao gồm cấu trúc luật pháp và qui định (kể cả các qui tắc và cơ chế thực thi hợp đồng); nguồn lực và thực tế hoạt động giám sát; cung cấp thông tin (thí dụ, qui tắc và thông lệ kế toán và kiểm toán, các hội đồng tín dụng, các cơ quan tính điểm và các cơ sở đăng ký công cộng); các phương tiện thanh khoản; hệ thống thanh toán và chi trả chứng khoán; và hệ thống trao đổi (thí dụ mua bán và niêm yết dịch vụ, các qui tắc mua bán, các kênh thông tin liên lạc).

14. Cởi mở cửa là một cách hạn chế quyền lực thị trường trong ngân hàng là nội dung sẽ được bàn đến trong Chương 4.

15. Thực ra, luật tục của Anh coi giám đốc chỉ là người được các cổ đông ủy thác với nghĩa vụ phải trung thành với họ (Johnson, McMillan và Woodruff 1999).

16. Thật lạ lùng, rất nhiều biến số về cấu trúc chính trị đã không có tác dụng tốt để dự báo sự phát triển tài chính trong nghiên cứu này; chúng tôi sẽ quay lại yếu tố chính trị trong Chương 3.

17. Trong những trường hợp cực đoan, ngay cả khu vực tài chính thanh khoản sẵn sàng cho vay cũng thấy không muốn chấp nhận nếu quyền về tài sản không được bảo vệ thích đáng. Johnson, McMillan và Woodruff (1999) đã đưa ra những bằng chứng dựa trên điều tra rất thú vị từ Đông Âu và Liên Xô cũ (những nước mà tình cờ không nằm trong mẫu pháp lý của La Porta và các tác giả khác). Những bằng chứng này cho thấy, trong năm 1997, có sự khác biệt trong nhận thức của các công ty về mức độ đảm bảo quyền về tài sản của họ, mà điều đó lại quyết định đến mức độ sẵn sàng đầu tư của họ, và không có câu hỏi nào đề

cập đến khả năng tiếp cận của tài chính bên ngoài.

18. Mặc dù vậy, với trường hợp chống lại các qui định về tài chính của chính phủ, xin xem Easterbrook và Fischel (1991).

19. Một nghiên cứu tốt về quá trình này là của Johnson (2000), trong đó cũng cho thấy hiện tượng đua nhau niêm yết không phải “hiệu ứng Internet”.

20. Về phần thảo luận giữa vai trò thực tế và tiềm năng của SRO trong tài chính, xem Bossone và Promisel (2000).

21. Đoạn tiếp theo được trích tự do từ Vittas (2000).

22. Thực ra, việc phân tích quan hệ nhân quả thống kê đã nghiêng về giả thuyết cho rằng, sự dao động ngắn hạn trong mức độ vốn hoá thông qua thị trường chứng khoán, kéo theo sự thay đổi trong qui mô tài sản của lĩnh vực tiết kiệm theo thoả thuận (Catalan, Impavido và Musalem 2000).

23. Song song với những biện pháp đã được áp dụng cho ngân hàng và được bàn đến trong Chương 2, cần thiết kể các biện pháp để đảm bảo rằng các quỹ hưu trí đã phê chuẩn sẽ được những nhà chuyên môn giàu kinh nghiệm quản lý thận trọng, và chúng được đảm bảo để không bị cướp đoạt (thí dụ, thông qua việc kiểm toán thoả đáng, và phân tách các tài sản do những người quản lý bên ngoài nắm giữ), chúng phải duy trì một mức dự trữ để phòng vỡ nợ thoả đáng, và hoạt động của chúng đảm bảo sự minh bạch thích hợp (xem Rocha, Hinz và Gutierrez 1999).

24. Về nội dung thảo luận chi tiết hơn liên quan đến những vấn đề hiện nay trong qui định đối với quỹ hưu trí, xem James, Smallhout và Vitas

(1999); James và Vitas (2000); Srinivas, Whitehouse, và Yermo (2000); Vitas (1998, 2000).

25. Besley (1995) đã tiến hành điều tra trên diện rộng các nghiên cứu về tài chính không chính thức.

26. Xem các đặc điểm thú vị về bảo hiểm - cùng với -cổ phần trong việc cho vay ở địa phương mà Udry (1994) đã phát hiện thấy ở Bắc Nigieria.

27. Phương pháp này đã được sử dụng, thí dụ như, để tài trợ cho sự di dân tạm thời.

28. Sự thành công cũng đòi hỏi phải quan tâm hơn đến những khía cạnh đời thường mà các thể hệ của những tổ chức tài chính vi mô được trợ cấp trước đây đã bỏ qua, chẳng hạn như cấu trúc lãi suất có tính thực tiễn, các nhân viên được đào tạo tốt và luôn được động viên khuyến khích, và hệ thống thông tin quản lý tốt.

29. Về thành tích hoạt động của các tổ chức này, xem Morduch (1999) và Sebsted và Cohen (2000)

30. Những tấm gương thành công gần đây của tài chính vi mô dựa trên việc cho vay theo nhóm ít nhiều đã che lấp mất tính hiệu quả rất lớn của các hợp tác xã tín dụng và các hiệp hội tín dụng, là những tổ chức từ lâu đã hoạt động như một cơ sở gần như chính thức nhưng phi tập trung hoá ở nhiều nước, sử dụng một vài trong những kỹ thuật đã nêu trên, nhưng thường thì tổng nguồn lực của các tổ chức này dựa vào tiền tiết kiệm của các thành viên.

31. Phép so sánh cụ thể là giữa các điều luật khắt khe hơn của Ôxtrâyliia với những điều luật được phép ở Mỹ (được định nghĩa gần như nhau).