



**ỦY BAN GIÁM SÁT TÀI CHÍNH QUỐC GIA**

**NFSC**  
NATIONAL FINANCIAL SUPERVISORY COMMISSION

# Hệ thống tài chính và phát triển bền vững

Vương Quân Hoàng

Trần Trí Dũng

*Hội thảo Triển vọng kinh tế thế giới và chính sách ứng phó của Việt Nam*

Hà Nội - Việt Nam

17/10/2011

**Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia**

Hội thảo “Triển vọng Kinh tế Thế giới và Chính sách Ứng phó của Việt Nam”  
Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia

## HỆ THỐNG TÀI CHÍNH VÀ PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG

Vương Quân Hoàng  
Centre Emile Bernheim - Université Libre de Bruxelles  
qvuong@ulb.ac.be

Trần Trí Dũng  
DHVP Research  
tran@vietnamica.net

**Tóm tắt:** Nghiên cứu rà soát các mô hình phát triển kinh tế, phân tích vai trò nền tảng của hệ thống tài chính với tăng trưởng kinh tế và kiến tạo các quá trình phát triển bền vững. Quan hệ giữa thiết kế hệ thống tài chính và phát triển bền vững kinh tế trong bối cảnh toàn cầu hóa được xem xét ở những điểm cốt lõi: (i) đầu vào vốn trong các mô hình tăng trưởng, (ii) tác động của quá trình tự do hóa và cấu trúc hệ thống tài chính tới tăng trưởng, (iii) xu thế vận động của hệ thống tài chính thế giới trong bối cảnh toàn cầu hóa, (iv) đặc trưng của hệ thống tài chính xây dựng trên nền tảng khu vực ngân hàng, và (v) hệ thống tài chính với khởi nghiệp tại các nền kinh tế chuyển đổi. Kết quả phân tích đóng góp cơ sở lý luận nền tảng để nhận diện và cân nhắc phương hướng, giải pháp điều chỉnh ổn định và/hoặc tái cấu trúc hệ thống tài chính của Việt Nam trong tương lai gần.

**Từ khóa:** Hệ thống Tài chính; Tăng trưởng; Mô hình; Bền vững

### 1 Mở đầu

Sự phát triển của hệ thống tài chính đóng góp tích cực vào quá trình cải tiến công nghệ và và phương thức sản xuất - động lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Trong quá trình chuyển đổi mô hình kinh tế sang cơ chế thị trường, hệ thống tài chính được giới nghiên cứu và các nhà hoạch định chính sách ghi nhận vai trò ngày càng quan trọng hơn. Cấu trúc, vận hành của nền tài chính nội địa và quan hệ kết nối với hệ thống tài chính toàn cầu trở thành chủ đề không thể thiếu trong các kế hoạch phát triển kinh tế quốc gia.

Nghiên cứu này khảo sát các kết quả khoa học đã công bố liên quan tới phát triển hệ thống tài chính, đặc trưng của hệ thống tài chính tại các nền kinh tế chuyển đổi với vai trò chủ đạo của khu vực ngân hàng. Quan hệ giữa cấu trúc hệ thống tài chính với tăng trưởng kinh tế và khả năng hỗ trợ quá trình khởi nghiệp cũng là đối tượng quan tâm.

Nghiên cứu có 5 phần chính. Phần (1) trình bày tóm lược các mô hình tăng trưởng kinh tế. Phần (2) phân tích tác động của quá trình tự do hóa và cấu trúc hệ thống tài chính tới tăng trưởng. Phần (3) diễn giải xu thế vận động của hệ thống tài chính thế giới trong bối cảnh

toàn cầu hóa. Phần (4) trình bày đặc trưng của hệ thống tài chính xây dựng trên nền tảng khu vực ngân hàng. Phần (5) xem xét hệ thống tài chính trong các nền kinh tế chuyển đổi, đặc biệt chú ý tới khía cạnh hỗ trợ khởi nghiệp và phát triển doanh nghiệp vừa và nhỏ.

## 2 Mô hình tăng trưởng kinh tế

*Phát triển kinh tế* đề cập tới tiến trình công nghệ và xã hội, hàm ý sự thay đổi trong cách thức tạo hàng hóa và dịch vụ chứ không đơn thuần là sự tăng lên của sản lượng nhờ sử dụng phương thức sản xuất cũ ở quy mô rộng lớn hơn. *Tăng trưởng kinh tế* chỉ duy nhất thể hiện sự tăng lên của sản lượng. Như vậy, tăng trưởng có thể không liên quan gì tới phát triển.

Tăng trưởng kinh tế thường được đo bằng phần trăm tổng sản phẩm quốc nội (GDP) tăng lên trong năm. Xác định phát triển kinh tế phức tạp hơn nhiều thông qua một loạt các chỉ số như tỷ lệ biết chữ, tuổi thọ trung bình, hay tỷ lệ dân số nghèo khổ v.v.. Chi tiêu GDP bỏ qua nhiều yếu tố của phát triển như chất lượng môi trường hay hoạt động văn hóa tinh thần...

“Tăng trưởng có tạo ra phát triển?” là câu hỏi vẫn còn gây tranh cãi. Tại các quốc gia đói nghèo với phần lớn hoạt động kinh tế chỉ phục vụ mục tiêu cung cấp nguyên, nhiên liệu thô cho thế giới phát triển, tăng trưởng kinh tế hầu như đóng góp rất nhỏ cho phát triển kinh tế. Mặt khác, cũng có lập luận rằng nhờ có tăng trưởng kinh tế mà phần thu nhập được sử dụng cho giáo dục và y tế tăng lên - tức là tạo ra phát triển.

Lập luận sau đúng với trường hợp của Việt Nam. Thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam đã tăng từ xấp xỉ 200 USD năm 1985 lên mức gấp đôi vào năm 2000. Năm 2008, GDP *per capita* của Việt Nam vượt mức 1.000 USD. Năm 2010, chỉ tiêu này ước tính đạt 1.200 USD và mục tiêu của năm 2015 là 2.100 USD. Ngân sách nhà nước dành cho giáo dục và y tế của Việt Nam cũng tăng nhanh qua các năm, từ 16.000 tỷ đồng năm 2000 lên 36.000 tỷ đồng năm 2005 và 70.000 tỷ đồng năm 2007. Tỷ lệ chi ngân sách cho giáo dục và y tế trong tổng GDP tăng từ 15% (2000) lên 18% (2007).<sup>1</sup>

Theo Ranis *et al.* (2000:[42]), nhờ tăng trưởng kinh tế mà chất lượng sống của người dân được cải thiện với mức tiêu dùng lớn hơn của hộ gia đình, chính phủ và các tổ chức xã hội. Giáo dục và y tế tốt hơn tạo tiền đề nâng cao năng suất lao động, gia tăng sản lượng của xã hội và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tăng trưởng kinh tế không chỉ làm tăng thu nhập và tài sản cá nhân mà còn giúp tăng chất lượng các dịch vụ xã hội như nước sạch và bảo vệ môi trường. Khi các nguồn lực dành cho dịch vụ xã hội trở nên dồi dào hơn, bất bình đẳng trong phân phối những dịch vụ này dần được xóa bỏ. Điều này có nghĩa tiêu chuẩn sống của toàn xã hội cao hơn.

Các mô hình tăng trưởng kinh tế phần lớn được xây dựng dựa trên (i) hàm sản xuất, (ii) hàm tiết kiệm, và (iii) hàm cung lao động. Từ hàm tiết kiệm, tốc độ tăng trưởng được xác định bằng  $s/\beta$  (trong đó,  $s$  là tỷ lệ tiết kiệm;  $\beta$  là tỉ lệ vốn-sản lượng). Nếu tỷ lệ vốn-sản lượng là cố định (vì lý do công nghệ) và không đổi trong ngắn hạn, tốc độ tăng trưởng chỉ duy nhất do tỷ lệ tiết kiệm quyết định, với giả định rằng toàn bộ tiết kiệm sẽ được dùng để đầu tư.

<sup>1</sup>Số liệu Tổng cục Thống kê, 4-2010

## 2.1 Mô hình Harrod - Domar

Năm 1946, mô hình Harrod - Domar về tăng trưởng kinh tế được trình bày với giới học giả kinh tế. Đây là hai kết quả nghiên cứu độc lập của các nhà kinh tế Roy F. Harrod (công bố năm 1939) và Evsey Domar (công bố năm 1946). Giả thiết quan trọng của mô hình Harrod - Domar là coi sản lượng như một hàm của đầu vào tư bản.

Mô hình Harrod - Domar mô tả quan hệ tăng trưởng kinh tế trong đó tốc độ tăng GDP ( $g$ ) tỷ lệ thuận tỷ lệ tiết kiệm quốc gia ( $s$ ) và tỷ lệ nghịch với tỷ lệ vốn-sản lượng ( $k$ ):  $g = s/k$ . Theo mô hình này, với một mục tiêu tăng trưởng định trước và tỷ lệ vốn-sản lượng đã biết, sẽ tính được tỷ lệ tiết kiệm cần thiết trong nền kinh tế.

## 2.2 Mô hình Solow

Năm 1956, cùng với T.W. Swan, nhà kinh tế theo trường phái tân cổ điển Robert Solow bổ sung thêm một nhân tố mới cho mô hình Harrod-Domar: năng suất lao động. Với công trình này, năm 1987, Solow được trao Giải thưởng Nobel về Kinh tế.

Mô hình tăng trưởng kinh tế của Solow ban đầu coi sản lượng ( $Y$ ) là một hàm của vốn tư bản ( $K$ ) và lao động ( $L$ ). Giả thiết rằng khi các yếu tố đầu vào tăng một lượng  $z$ , đầu ra của nền kinh tế cũng tăng tương ứng như trong phương trình (1):

$$zY = f(zK, zL) \quad (1)$$

Nếu đặt  $z = \frac{1}{L}$ , phương trình (1) tương đương với (2):

$$Y \times \frac{1}{L} = f\left(K \times \frac{1}{L}, L \times \frac{1}{L}\right) \quad (2)$$

$$\frac{Y}{L} = f\left(\frac{K}{L}, 1\right) \quad (3)$$

Đặt  $y = \frac{Y}{L}$  và  $k = \frac{K}{L}$ , hàm sản xuất được viết lại như trong phương trình (4).

$$y = f(k) \quad (4)$$

trong đó,  $y$  là sản lượng trên mỗi lao động, và  $k$  là sản lượng trên mỗi đơn vị vốn.

Xét về phía cầu, trong mô hình đơn giản, chúng ta có  $y = c + i$ . Trong đó,  $y = \frac{Y}{L}$ ;  $c = \frac{C}{L}$ ; và  $i = \frac{I}{L}$ . Đầu tư tạo thêm nguồn vốn đầu vào. Hàm tiêu dùng trong mô hình này là  $C = (1-s)Y$ , có thể viết lại thành  $c = (1-s)y$ , trong đó  $s$  là tỷ lệ tiết kiệm trong tổng thu nhập và  $0 < s < 1$ . Vậy chúng ta sẽ xác định cầu như phương trình (5).

$$y = (1-s)y + i \quad (5)$$

Từ phương trình (5), có  $y - y + sy = i$  hay  $sy = i$ . Điều này nghĩa là *tiết kiệm bằng đầu tư*. Mức tăng trưởng kinh tế thấp trong những năm 1976-1980 của Việt Nam có một phần nguyên nhân quan trọng từ tỷ lệ tiết kiệm vốn đã thấp, lại còn giảm sút trong thời gian này, hay  $\Delta k = s \times f(k) - \delta k$  (Phạm và Vương, 2009:[49]). Nền kinh tế sẽ lâm vào trạng thái trì trệ nếu  $\Delta k = 0$ .

Vốn đầu tư bị “tiêu hao” theo thời gian. Máy móc và nhà xưởng bị hao mòn, xuống cấp là bằng chứng trực quan. Gọi  $\delta$  là tỷ lệ hao mòn. Qua mỗi giai đoạn lượng vốn bị mất đi bằng  $\delta \times k$ . Như vậy, lượng vốn đầu vào tăng lên ở mỗi kỳ sẽ là chênh lệch giữa lượng đầu tư mới và lượng hao mòn:  $\Delta k = i - \delta k$ . Khi rơi vào trạng thái này, nền kinh tế sẽ tự động điều chỉnh với xu thế tối đa tiêu dùng và không thể tự thoát khỏi trì trệ. Lúc này, chính phủ cần tác động vào tỷ lệ tiết kiệm để đẩy nền kinh tế sang một trạng thái “tiến tới trì trệ” mới.

Với việc dân số tăng, lượng vốn dành cho một đơn vị lao động và sản lượng mà một lao động tạo ra giảm đi. Tuy nhiên, cần xét thêm một yếu tố đầu vào nữa là tiến bộ công nghệ. Các cải tiến kỹ thuật chính là nguồn gốc của cải thiện năng suất lao động. Nếu gọi  $E$  là hiệu suất làm việc của lao động, hàm sản xuất lúc này có dạng như phương trình (6).

$$Y = f(K, L \times E) \quad (6)$$

Mô hình của Solow cho thấy, với tốc độ tăng dân số  $n$  và hiệu suất lao động tăng trưởng ở mức  $g$ , sản lượng  $Y$  sẽ tăng ở mức  $(n + g)$ . Tại các nước nghèo, tăng trưởng kinh tế dựa trên các yếu tố đầu vào cơ bản là dân số và giờ làm việc. Với các nước công nghiệp phát triển, yếu tố tạo ra tăng trưởng là công nghệ.

### 2.3 Mô hình CES

Solow không những sáng tạo một lý thuyết mới về vận động kinh tế vĩ mô mà còn đưa ra một dạng hàm sản xuất mới với độ co giãn thay thế giữa vốn và lao động là một hằng số (Constant Elasticity of Substitution (CES) Production Function). Dựa trên mô hình Solow, cho tới năm 2000, đã có 4 dạng hàm sản xuất CES được phát triển (Klump và Harald: [30]). Đó là các mô hình của Pitchford (1960:[41]), Arrow *et al.* (1961:[6]), David và van de Klundert (1965:[17]) và Barro và Sala-i-Martin (1995:[9]) trình bày lần lượt trong các phương trình (7), (8), (9) và (10).

$$Y = (aK^\psi + bL^\psi)^{1/\psi} \quad (7)$$

$$Y = C[\alpha K^\psi + (1 - \alpha)L^\psi]^{1/\psi} \quad (8)$$

$$Y = [(BK)^\psi + (AL)^\psi]^{1/\psi} \quad (9)$$

$$Y = C\{\alpha(BK)^\psi + (1 - \alpha)[(1 - B)L]^\psi\}^{1/\psi} \quad (10)$$

$$\text{trong đó } \psi := (\sigma - 1)/\sigma \quad (11)$$

Độ co giãn thay thế  $\sigma$  được tính như sau:

$$\begin{aligned} \sigma &= \frac{d(K/L)(K/L)}{d(F_L K / F_K)} \\ &= \frac{f'(k)[f(k) - kf'(k)]}{-kf''(k)f(k)} \end{aligned}$$

Trong mô hình tăng trưởng Tân Cổ điển giản đơn, điều kiện để thị trường cân bằng là  $I = sY$ . Nếu đặt  $\delta$  là hằng số tốc độ khấu hao vốn, và  $n$  là hằng số tốc độ tăng dân số, phương trình tích lũy cơ bản mô tả động học của hàm sản xuất có một đầu vào là vốn,  $k$ , sẽ có dạng như (12):

$$\dot{k} = sC(\sigma)[\alpha(\sigma)k^\phi + 1 - \alpha(\sigma)]^{1/\phi} - (\delta + n)k \quad (12)$$

(12) thể hiện  $k$  sẽ tăng lên bất cứ khi nào tiết kiệm thực tế của mỗi người lao động  $sf(k)$  lớn hơn mức đầu tư cần thiết để đảm bảo lượng tư bản cho mỗi người lao động không đổi,  $(\delta + n)k$ . Nền kinh tế ở trạng thái vững (steady state) khi  $k = 0$ . Đó là lúc tốc độ tăng tư bản bằng tốc độ tăng dân số.

Độ co giãn  $\sigma$  là nhân tố quyết định dạng hàm sản xuất CES nào phù hợp để mô phỏng động học vĩ mô với một nền kinh tế cụ thể. De La Granville (1989:[18], tr. 497) sử dụng  $\sigma$  như “thước đo mức độ hiệu quả của hệ thống sản xuất” và dùng vai trò của độ co giãn này để giải thích tăng trưởng kinh tế thần kỳ của Đông Á.

Các mô hình tăng trưởng và hàm sản xuất đang xem xét mới ở chỉ là những mô tả giản đơn và nền tảng nhưng vai trò của hệ thống tài chính thì đã có thể ghi nhận. Đó trước tiên là đảm bảo để tiết kiệm của xã hội sẽ chuyển thành đầu tư, tạo ra tăng trưởng ở giai đoạn kế tiếp. Thứ đến, hệ thống tài chính có khả năng điều chỉnh tốc độ tăng tư bản trong hệ thống kinh tế ngay cả khi lượng tiền cơ sở không thay đổi. Vận hành của hệ thống tài chính làm thay đổi tốc độ luân chuyển của một đơn vị tiền tệ trong lưu thông.

Cuối cùng, các hàm sản xuất giản đơn chưa xét tới yếu tố đầu vào có khả năng tạo ra đột phá về sản lượng: công nghệ. Hoạt động kinh tế hiện đại biết rằng mỗi cải tiến kỹ thuật và công nghệ mới là kết quả của quá trình lao động sáng tạo gồm một chuỗi “*thử và sai*” rất tốn kém. Một hệ thống tài chính tốt phải hoàn thành nhiệm vụ cung cấp đầy đủ vốn triển khai R&D và thậm chí, là cả cơ hội và động lực thúc đẩy các nỗ lực phát triển, thử nghiệm công nghệ mới. Quan hệ giữa tài chính và quá trình khởi nghiệp, hành vi bản chất và cốt lõi của tăng trưởng kinh tế, sẽ được trình bày kỹ hơn ở những phần sau.

### 3 Tài chính và Tăng trưởng

Vai trò đóng góp cho tăng trưởng của các tổ chức tài chính trung gian đã được Schumpeter đề cập từ năm 1936. Tăng trưởng kinh tế không chỉ là nghị sự hàng đầu của các chính phủ, giới chính trị, các nhà kinh tế mà còn quan tâm lớn của cộng đồng kinh doanh và dân chúng.

Hai yếu tố thường đi liền với tăng trưởng là sự phát triển của hệ thống tài chính và lạm phát. Nếu lạm phát ở mức cao thường được coi như mối nguy đe dọa tới tăng trưởng thì mức độ phát triển khu vực tài chính lại được xem như tiêu chí phản ánh năng lực của nền kinh tế.

#### 3.1 Tài chính, lạm phát và tăng trưởng

Rất nhiều nghiên cứu đã được thực hiện nhằm khảo sát quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng nhưng vẫn chưa đạt được đồng thuận cuối cùng (Barro: 1995, [8]). Số nghiên cứu về ảnh hưởng của hệ thống tài chính tới tăng trưởng dù ít hơn nhưng thống nhất rằng hệ thống tài chính phát triển đóng góp tích cực vào quá trình tăng trưởng của quốc gia. Trong đó, hệ thống ngân hàng và thị trường chứng khoán là hai yếu tố trọng yếu (King và Levine, 1993: [28, 29]).

Andres *et al.* (2004:[4]) khảo sát số liệu thống kê trong 3 thập kỷ (từ 1961 đến 1993) về lạm phát, tăng trưởng, và một nhóm chỉ số thể hiện mức độ phát triển của hệ thống ngân hàng và thị trường chứng khoán tại các quốc gia OECD. Kết quả cho thấy, trình độ phát triển

của hệ thống tài chính không hỗ trợ cho tăng trưởng nhiều như các giả định lý thuyết. Tuy vậy, điều này không gây ngạc nhiên.

Tại các quốc gia công nghiệp, hoạt động của thị trường chứng khoán và các ngân hàng có tổ chức chặt chẽ và được vận hành trong nhiều thế kỷ. Vô vàn khiếm khuyết và vấn đề đã được khắc phục, sửa chữa. Dù không trực tiếp đề cập, nhưng kết quả của Andres *et al.* là gợi ý rất tốt cho giả thiết về vai trò quan trọng của hệ thống tài chính trong tại các nền kinh tế đang phát triển.

McKinnon (1973:[37]) và Shaw (1973:[43]) là những người đầu tiên đưa ra kết luận rằng quá trình tự do hóa và phát triển của hệ thống tài chính góp phần đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế. Lần lượt các kết quả Pagano (1993:[40]) và Levine (1997:[33]) tiếp tục củng cố quan hệ tỷ lệ thuận giữa hệ thống tài chính và tăng trưởng. Các trung gian tài chính tác động tới tăng trưởng kinh tế thông qua ảnh hưởng với ba chỉ số: (i) tỷ lệ tiết kiệm, (ii) tỷ lệ tiết kiệm chuyển thành đầu tư, và (iii) hiệu quả phân bổ vốn.

### 3.2 Tự do hóa hệ thống tài chính và tăng trưởng

Quá trình tự do hóa hệ thống tài chính đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng kinh tế. Nghiên cứu thực nghiệm của Bakaert *et al.* (2005:[11]) cho thấy, tự do hóa thị trường vốn cổ phần là nguyên nhân cộng thêm 1% nữa vào tốc độ tăng trưởng mỗi năm của kinh tế toàn cầu. Bakaert *et al.* thậm chí còn quá quyết kết luận này không đối với các định nghĩa khác nhau về tự do hóa hệ thống tài chính cũng như không phản ánh biến động của chu kỳ kinh doanh toàn cầu. Tự do hóa tài khoản vốn có ý nghĩa thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Tự do hóa thị trường vốn có thể được hiểu là việc tạo điều kiện ngày càng thuận lợi và công bằng cho các nhà đầu tư nước ngoài tham gia giao dịch trên thị trường vốn cổ phần trong nước, cũng như cho phép các nhà đầu tư nội địa dễ dàng đưa vốn ra ngoài biên giới. Khi rủi ro được chia sẻ tốt hơn, chi phí vốn của doanh nghiệp giảm đi và lưu lượng đầu tư tăng lên. Kết quả là, sản lượng của nền kinh tế gia tăng.

Tự do hóa thị trường vốn cổ phần trực tiếp làm giảm các hạn chế về tài trợ tài chính. Với các nền kinh tế đang phát triển, sự xuất hiện ngày càng nhiều nhà đầu tư nước ngoài đồng nghĩa với việc nguồn lực bổ sung nhiều và đa dạng hơn. Mặc dù, các nguyên tắc quản trị công ty chặt chẽ hơn - phải áp dụng để đáp ứng đòi hỏi của khát khe của dòng vốn này - ban đầu có thể là thách thức của các công ty nội địa nhưng về dài hạn, thực hành những nguyên tắc này lại giúp cải thiện năng lực cạnh tranh.

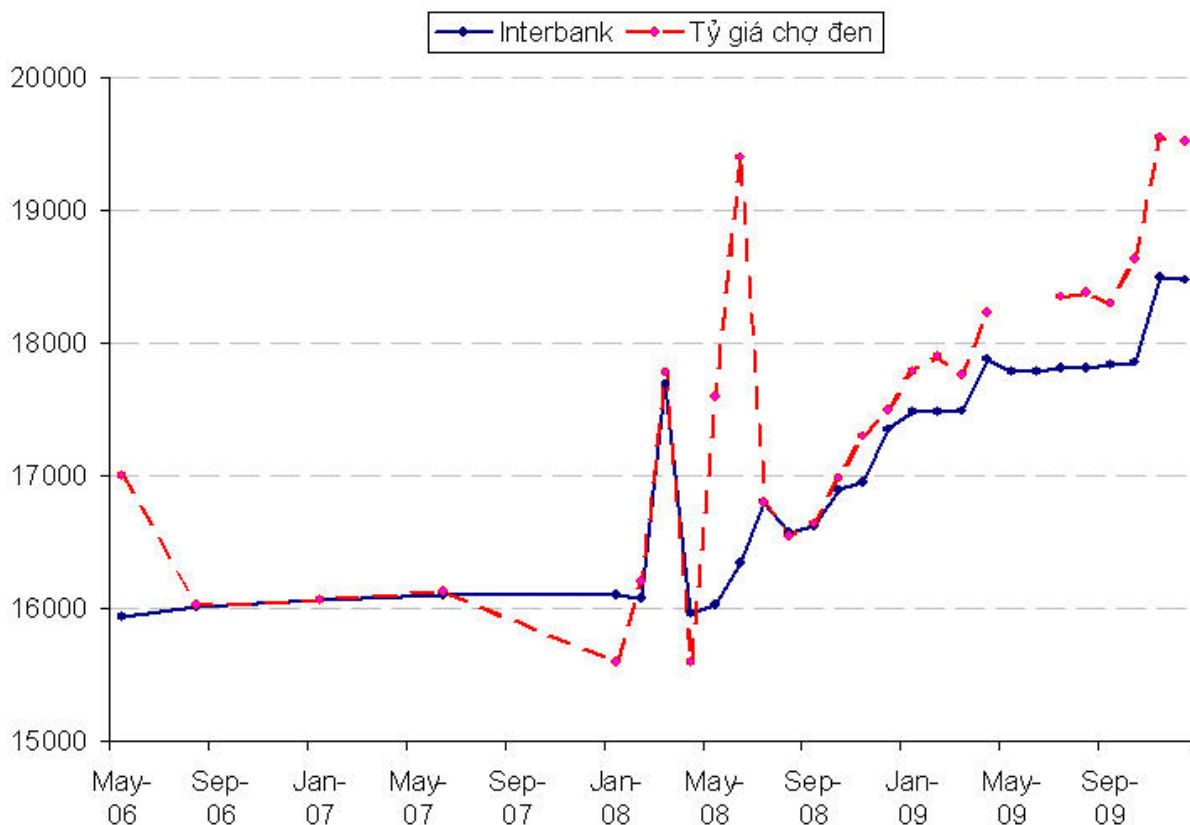
Phát biểu của Bakaert *et al.* về mức độ ảnh hưởng lớn của tự do hóa thị trường vốn tới tăng trưởng có thể lý giải rằng thực chất tự do hóa thị trường vốn không diễn ra đơn độc, mà thường đi kèm với những nỗ lực đổi mới chính sách kinh tế vĩ mô, cải tạo lớn hệ thống tài chính và hệ thống giám sát pháp lý.

**Đổi mới kinh tế vĩ mô.** Các nghiên cứu của Mathieson và Rojáz-Suarez (1993:[36]), và Henry (2000:[23]) mô tả cách thức đổi mới kinh tế vĩ mô và tự do hóa thị trường vốn cổ phần tác động qua lại lẫn nhau. Đổi mới vĩ mô được xem xét qua (i) độ mở thương mại, (ii) mức độ lạm phát, và (iii) phần bù chênh lệch tỷ giá giữa thị trường tự do và tỷ giá chính thức.

Độ mở thương mại được đo bằng tỷ lệ của xuất khẩu trong GDP. Giảm bớt những rào cản

thương mại sẽ mang lại tăng trưởng. Độ mở của nền kinh tế càng cao thì vận hành của thị trường ngoại hối - một bộ phận chủ chốt của hệ thống tài chính - càng trở nên quan trọng. Trong các nền kinh tế đang phát triển, các giao dịch “chợ đen” tồn tại không chính thức bên cạnh thị trường ngoại hối được điều hành và quản lý bằng các quy định pháp luật.

Hình 1: Biến động tỷ giá chính thức và “chợ đen”, tháng 5-2006 đến tháng 12-2009



Nguồn: DHVP Research; www.vietnamica.net

Chênh lệch tỷ giá hối đoái giữa giao dịch “chợ đen” và giao dịch chính thức thường được giám sát như một chỉ số phản ánh sự mất cân bằng kinh tế vĩ mô. Hiện tượng này lặp đi lặp lại trong nền kinh tế Việt Nam (Vương và Trần, 2009: [51]), ở cả thời điểm khó khăn nhất của khủng hoảng tài chính toàn cầu (từ tháng 5 đến tháng 7-2008) và thời điểm kinh tế phục hồi sau suy thoái cuối 2009, đầu 2010, xem hình (1). Bekaert (1995:[10]) đánh giá độ chênh lệch mô tả trực tiếp và rõ nhất độ hạn chế của giao dịch ngoại hối, hơn thế, còn liên quan chặt chẽ tới quá trình tự do hóa thị trường vốn cổ phần - được hiểu là sự xuất hiện ngày một đông hơn các nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường vốn nội địa. Phần bù tỷ giá trên thị trường phi chính thức càng lớn có nghĩa chất lượng, hay mức độ phát triển của hệ thống tài chính càng kém.

**Môi trường pháp lý.** Tự do tài chính mang lại cơ hội vốn đầu tư phong phú hơn nhưng không hẳn đã giải quyết được sự không hoàn hảo của thị trường - nguyên nhân của khoảng cách giữa chi phí vốn từ các nguồn bên trong và bên ngoài nền kinh tế quốc dân. Tiến bộ trong quản trị doanh nghiệp và hạn chế những hành vi lạm dụng nguồn lực doanh nghiệp tác động trực tiếp tới chi phí huy động vốn. Tổng quát hơn, môi trường pháp lý tốt giúp nâng mức tăng trưởng bền vững của nền kinh tế lên vị thế mới, cao hơn.



Các quy định pháp lý giám sát chặt chẽ giao dịch cổ phần của cổ đông nội bộ - những người quản lý cao cấp hoặc giữ quyền ra quyết định tại doanh nghiệp - có tác dụng làm giảm chi phí bù rủi ro với cổ phiếu doanh nghiệp. Điều này có nghĩa nhà đầu tư nước ngoài được khuyến khích bỏ vốn đầu tư. Chi phí huy động vốn giảm xuống, tới lượt mình, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Tự do hóa thị trường vốn cổ phần tạo ra hiệu ứng theo những cách khác nhau trong mỗi nền kinh tế. Tác động tăng trưởng phụ thuộc vào hai nhân tố: (i) quá trình đổi mới tạo thêm được bao nhiêu vốn đầu tư mới (nhờ chi phí vốn thấp hơn) và (ii) hiệu quả của chính các khoản đầu tư mới. Hệ thống tài chính vận hành càng hiệu quả thì đóng góp của mỗi bước tiến trong quá trình mở cửa thị trường vốn vào tăng trưởng GDP càng nhiều.

### 3.3 Cấu trúc hệ thống tài chính và tăng trưởng

Khác biệt về hệ thống tài chính giữa các quốc gia không chỉ thể hiện qua trình độ phát triển mà còn cả cấu trúc của bản thân hệ thống này. Allen và Gale (1995, tr. 180, [2]) đánh giá một trong những khác biệt quan trọng nhất giữa các nền kinh tế phát triển là mức độ quan trọng tương đối của các thị trường tài chính và các định chế trung gian trong nền kinh tế.

Trong trường hợp của Đức, một số ít ngân hàng lớn thống lĩnh toàn bộ và các thị trường tài chính chỉ giữ vai trò không đáng kể. Với Hoa Kỳ thì hoàn toàn ngược lại. Thị trường tài chính cực kỳ quan trọng và ngành công nghiệp ngân hàng ít được chú ý. Hệ thống tài chính có cấu trúc dựa trên các ngân hàng còn được xây dựng tại Nhật Bản, phần nào đó là ở Pháp. Trong trường hợp Việt Nam, các ngân hàng có gần như giữ vai trò quan trọng tuyệt đối, mặc dù các thị trường tài chính phát triển nhanh chóng trong khoảng 1 thập kỷ gần đây (Phạm và Vương: 2009, tr. 197-203, [49]).

Đặc trưng của hệ thống tài chính trong đó các ngân hàng thể hiện vai trò những tay chơi chủ chốt là những giao dịch thực hiện trên cơ sở quan hệ giữa bên đi vay và bên cho vay. Mỗi doanh nghiệp thường cố gắng xây dựng sợi dây liên kết và hiểu biết lâu dài với một ngân hàng. Quyết định cấp vốn tín dụng được ngân hàng đưa ra trên cơ sở có đầy đủ thông tin về các ưu thế và nhược điểm của doanh nghiệp.

Giao dịch kinh tế, nhất là trong thu xếp nguồn vốn, dựa trên quan hệ và các nỗ lực tìm kiếm đặc lợi (rent-seeking) chính là đặc trưng văn hóa nổi trội của môi trường kinh doanh Việt Nam (Vương và Trần: 2009, [53]). Nhiệm vụ huy động và phân bổ nguồn vốn của thị trường tài chính được giảm bớt và chuyển sang tập trung vào một số ngân hàng chuyên biệt cho từng lĩnh vực. Định hướng tập trung nguồn tín dụng cho các mục tiêu tăng trưởng kinh tế của những ngân hàng này thậm chí còn được quy định bằng văn bản pháp luật. Các ngân hàng quốc doanh tại Trung Quốc hay Việt Nam là những minh họa điển hình.

Trong các mô hình tăng trưởng kinh tế cân bằng động, tiến bộ khoa học công nghệ được xem xét như một biến nội sinh. Khi này, các định chế tài chính trung gian giữ vai trò quyết định với tốc độ phát triển công nghệ. Các định chế này hiện diện ở cả giai đoạn trước, trong và sau của các dự án R&D. Sự tham gia có ý nghĩa quan trọng ở chỗ nỗ lực đảm bảo an toàn cho khoản đầu tư và tìm kiếm lợi nhuận từ vốn bỏ ra của các định chế tài chính là bước thăm định khắt khe với các dự án R&D mạo hiểm, đồng thời cũng bổ sung năng lực giải quyết vấn

đề thông tin bất đối xứng cả về kiến thức lẫn thị trường ứng dụng. Arnold và Walz (2000:[5]) kết luận, xác suất thành công của một dự án R&D cao hơn khi tỷ lệ góp vốn trực tiếp hoặc tài trợ dự án của các tổ chức tài chính lớn hơn. Đây là gợi ý rất đáng chú ý trong bối cảnh Việt Nam hướng tới mô hình hợp tác công-tư (PPP) nhằm thúc đẩy nỗ lực chuyển các kết quả nghiên cứu-sáng tạo thành hoạt động kinh doanh. Các quỹ phát triển ứng dụng khoa học công nghệ của nhà nước là những nhà tài trợ “gieo vốn” (seed capital) để khởi tạo doanh nghiệp cùng với các cam kết hỗ trợ chính sách. Đây chính là những tín hiệu hấp dẫn, lôi kéo nguồn vốn từ các quỹ đầu tư mạo hiểm và tiếp theo đó là dòng vốn đầu tư từ công chúng.

Nếu khu vực ngân hàng có đủ năng lực giúp các nhà sáng tạo công nghệ tăng xác suất thành công và giảm chi phí của quá trình R&D một cách đáng kể - chẳng hạn như thiết kế các khoản tài trợ tài chính có lãi suất ưu đãi để đổi lại phần chia sẻ nhiều hơn trong lợi nhuận tạo ra từ ứng dụng công nghệ mới - nền kinh tế sẽ được hưởng lợi với tăng trưởng dừng ở mức độ cao hơn. Do thị trường có năng lực tích lũy hiểu biết qua thực hành, các dự án R&D có khả năng thành công cao ngày càng được nhận biết tốt hơn. Và nếu các ngân hàng chậm trễ trong phát hiện các dự án, thị trường tài chính sẽ đảm nhận việc này.

Sự phát triển của hệ thống tài chính - thông qua quá trình cạnh tranh vai trò quyết định khả năng phân bổ nguồn vốn trong nền kinh tế giữa các ngân hàng và các thị trường tài chính - đóng góp tích cực vào quá trình cải tiến công nghệ và phương thức sản xuất, đầu vào có khả năng tạo ra đột phá trong tăng trưởng kinh tế.

Trong cuộc đua này, các thị trường tài chính có ưu thế với khả năng phát hiện cơ hội nhanh và tính linh hoạt, thích ứng cao với các sản phẩm tài chính mới. Tuy vậy, các ngân hàng có nền tảng tài chính vững vàng và hiểu biết khách hàng thấu đáo - nhờ quan hệ kinh doanh phát triển trong nhiều năm - vẫn tiếp tục hưởng lợi từ các chương trình R&D đòi hỏi quy mô nguồn lực lớn, triển khai trong thời gian dài và có độ an toàn cao.

**Hệ thống tài chính có cấu trúc thế nào thì tốt hơn cho tăng trưởng?** Rất khó để xác định hệ thống tài chính dựa trên các ngân hàng hay dựa trên vận hành của các thị trường tài chính sẽ đảm bảo tốt hơn cho tăng trưởng kinh tế. Cũng như Chakraborty và Ray (2006: [14]), Ergungor (2008:[21]) có câu trả lời thú vị và cũng rất hợp lý: Rốt cuộc thì cấu trúc nào không quan trọng!

Điều cần thiết hơn là cả hệ thống tài chính phải làm tốt nhiệm vụ dẫn dắt các nguồn vốn đang được tiết kiệm tại các hộ dân cư và các tổ chức chảy vào dự án đầu tư đang cần nguồn lực. Tốt hơn nữa, cả ngân hàng và tổ chức tài chính trung gian - những người tham gia quan trọng nhất trên các thị trường tài chính - cần cạnh tranh với nhau để đảm bảo nguồn vốn tài chính hữu hạn sẽ được phân bổ hiệu quả: các dự án có năng lực tạo ra lợi nhuận nhiều nhất nhận được đủ vốn với chi phí vốn thấp nhất.

## 4 Tài chính và Toàn cầu hóa

Mục tiêu Phát triển Thiên niên kỷ được các thành viên Liên Hợp Quốc xây dựng và thống nhất vào tháng 9-2000<sup>2</sup> đặt ra nhiệm vụ và cả thách thức cho hệ thống tài chính toàn cầu

<sup>2</sup>Millennium Development Goals được 189 thành viên Liên Hợp Quốc xây dựng và thống nhất cần đạt được vào năm 2005, gồm: (1) xóa bỏ tình trạng nghèo khổ cùng cực và nạn đói; (2) phổ cập giáo dục cơ sở toàn cầu;

(Moshirian, 2005: [39]).

Phải mất rất nhiều thời, những vấn đề của phát triển mất cân bằng trong hệ thống kinh tế thế giới mới bộc lộ rõ ràng và buộc tất cả các quốc gia phải thừa nhận và thay đổi quan điểm với các vấn đề về đói nghèo, bình đẳng giới, lao động trẻ em, dịch bệnh v.v.. Hội nghị Thượng đỉnh Thiên niên kỷ với 8 mục tiêu phát triển tới năm 2015 là một sự đồng thuận hy hữu. Những mục tiêu này càng trở nên cấp thiết hơn với sự ổn định toàn cầu sau sự kiện 11-9-2001.

#### **4.1 Thị trường tài chính toàn cầu và mục tiêu phát triển thiên niên kỷ**

Trong những năm 1950 và 1960, độc lập chính trị là quan tâm hàng đầu của các quốc gia. Nhưng kể từ những năm 1970, độc lập kinh tế và thịnh vượng của đất nước ngày càng trở thành vấn đề trọng điểm của các thành viên Liên Hợp Quốc. Năm 1970, Liên Hợp Quốc đã kêu gọi xây dựng chương trình Trật Tự Kinh Tế Thế Giới Mới (New International Economic Order - NIEO) nhằm giúp hàng tỷ người thoát khỏi tình trạng nghèo khổ cùng cực và hòa nhập với kinh tế toàn cầu. Tuy nhiên, NIEO đã không nhận được sự ủng hộ cần thiết từ các nền kinh tế phát triển và cuối cùng, không đạt được mục tiêu đã đề ra.

Khái niệm an ninh toàn cầu đã được định nghĩa lại. Kể từ sau Chiến tranh Thế giới II và trong suốt thời kỳ Chiến tranh Lạnh, an ninh toàn cầu có nghĩa đảm bảo thế giới không có chiến tranh và đặc biệt là ngăn chặn mọi nguy cơ của chiến tranh hạt nhân. Với 8 mục tiêu thiên niên kỷ, khái niệm này giờ đã mở rộng bao gồm cả bảo vệ môi trường, chống lại nghèo đói, đảm bảo bình quyền cho phụ nữ và trẻ em v.v.. Khủng hoảng tiền tệ châu Á cuối những năm 1990 đã buộc IMF và nhiều cường quốc khác bắt đầu trao đổi về sự ổn định của hệ thống tài chính thế giới như một loại hàng hóa công cộng quốc tế mà có vai trò tác động trực tiếp tới những bất ổn toàn cầu (Moshirian: 2003, [38]).

Ở thời đại ngày nay, không một quốc gia nào, cho dù hùng mạnh tới đâu, có thể đảm bảo an ninh của mình theo cách tách rời vấn đề an ninh toàn cầu. Sự kiện 11-9 là minh chứng rõ nhất. Ổn định hệ thống tài chính và vấn đề việc làm của quốc gia gắn liền với quan hệ thương mại quốc tế và sự dịch chuyển toàn cầu của các dòng tư bản.

Trở lại với việc triển khai những hành động cụ thể hướng tới 8 mục tiêu thiên niên kỷ. Thách thức trước tiên đặt ra với hệ thống tài chính toàn cầu vẫn là vấn đề muôn thuở: một lượng vốn khổng lồ cần được huy động. Wolfensohn, cựu Giám đốc Điều hành Ngân hàng Thế Giới (WB) từng phát biểu, các quốc gia đang phát triển không có được bất kỳ đảm bảo nào cho việc nhận được những khoản tiền như đã hứa để có thể xây dựng các kế hoạch dài hạn và triển khai những quá trình đổi mới mang tính cấu trúc và nền tảng. Các tổ chức phát triển toàn cầu như IMF hay WB không đủ sức huy động, phân bổ và quản lý nguồn lực này. Cần có sự tham gia tích cực hơn của các hệ thống tài chính quốc gia.

Câu hỏi đặt ra là các quốc gia phát triển sẽ bằng lòng với vị thế nào? Hệ thống tài chính

---

(3) thúc đẩy bình đẳng giới; (4) giảm xâm hại trẻ em; (5) cải thiện sức khỏe bà mẹ; (6) đẩy mạnh hoạt động chống HIV/AIDS, bệnh sốt rét và các dịch bệnh khác; (7) đảm bảo môi trường bền vững; và (8) phát triển quan hệ hợp tác toàn cầu vì phát triển chung của nhân loại.

từ các nền kinh tế giàu có sẽ tham gia và hưởng lợi trong quá trình thực hiện các mục tiêu thiên niên kỷ hay sẽ chỉ đảm nhận vai trò các nhà tài trợ với khoản tiền lớn mà không cần tới những lợi ích khác? Hơn thế, liệu các quốc gia phát triển có hỗ trợ quá trình hình thành một hệ thống tích hợp toàn cầu trong đó mọi nền kinh tế thành viên cùng hướng tới mục tiêu xây dựng môi trường mà mọi công dân của Hành tinh Trái đất đều có quyền tiếp cận ngang bằng với giáo dục, chăm sóc sức khỏe, việc làm và môi trường? Cần nhìn rõ thực tế là trong lúc các quyền công dân toàn cầu, cuộc chiến chống nghèo đói, dịch bệnh, các nỗ lực bảo vệ môi trường đang trở thành chủ đề toàn cầu thì các quốc gia riêng lẻ và những tổ chức phát triển toàn cầu vẫn đang sử dụng và phân bổ nguồn lực theo cách thức còn rất xa mới đạt tới cấp độ toàn cầu tương xứng (Wolfensohn, 2003: [55]).

Để vượt qua những thách thức tài chính trong nỗ lực hoàn thành mục tiêu thiên niên kỷ, các tổ chức phát triển đa phương cần xác định lại vai trò và nhiệm vụ, đồng thời, nền tài chính toàn cầu cần có những điều chỉnh trong cách thức phân bổ nguồn lực (Moshirian, 2005: [39]). Trong hệ thống tài chính toàn cầu hiện tại, có quá nhiều định chế tài chính vận động chỉ duy nhất hướng tới mục tiêu lợi ích của chính họ, hoàn toàn thiếu sự điều phối và hội tụ nguồn lực cho mục tiêu phát triển bền vững chung của Trái đất. Câu chuyện toàn cầu này, thật đáng buồn, cũng đang hiện hữu trong nền tài chính Việt Nam.

## 4.2 Vấn đề cơ bản của hệ thống tài chính thế giới

Mùa xuân năm 2003, nhà kinh tế nhận giải thưởng Nobel Joseph Stiglitz đưa ra một dự báo mà giờ đây đã trở thành quá hiển nhiên với nhiều người: “*Có gì đó không đúng trong hệ thống tài chính toàn cầu... khủng hoảng tài chính thế giới hay một điều gì đó gần như vậy đang trở thành những hiện tượng phổ biến*” (2003: [47], tr. 54). Ghi nhận 100 cuộc khủng hoảng tiền tệ đã xảy ra trong khoảng thời gian kể từ khi IMF được thành lập, GS. Stiglitz phát biểu “*câu hỏi không phải là liệu sẽ có một cuộc khủng hoảng nữa hay không mà là nó sẽ xảy ra ở đâu?*” Theo Stiglitz, IMF đã thất bại thảm hại trong nhiệm vụ giữ ổn định cho các dòng tài chính toàn cầu, mà thậm chí còn làm cho mọi chuyện trở nên xấu hơn.

Trong hệ thống tài chính hiện tại, các dòng vốn luân chuyển toàn cầu đang trở thành nguồn gốc của khủng hoảng cán cân thanh toán quốc tế bởi bất kỳ quốc gia khôn ngoan nào (ngoại trừ trường hợp của Hoa Kỳ) cũng đều cố gắng duy trì mức thặng dư xuất khẩu so với nhập khẩu. Điều này có nghĩa, mọi quốc gia đều nỗ lực duy trì vị thế tiết kiệm tài chính dương từ nguồn thu nhập quốc tế hàng năm. Khoản tiết kiệm này sẽ được cộng thêm vào dự trữ ngoại hối quốc gia. Và vì thế giới, về bản chất, đang sử dụng chế độ bản vị đôla Mỹ, trong dự trữ ngoại hối của các quốc gia có tỷ trọng rất lớn là loại trái phiếu Hoa Kỳ. Nguồn tiết kiệm này còn hình thành cơ sở tiền giá rẻ, mà khi tràn vào một nền kinh tế sẽ đẩy giá các tài sản tài chính lên cao vô lý, hình thành bong bóng tài sản.

Stiglitz cho rằng, vấn đề của mọi vấn đề nằm ở hệ thống dự trữ toàn cầu. Một số quốc gia, như Trung Quốc và Nhật Bản, đã rất thành công trong chiến lược theo đuổi thặng dư xuất khẩu. Kết quả hiển nhiên là một số quốc gia khác phải gánh chịu thâm hụt. Nhiều nhà kinh tế cùng nhận định, các chiến lược kiểu này đồng nghĩa với nỗ lực xuất khẩu nợ nần và thất nghiệp sang các quốc gia đối tác thương mại.

Pascal Lamy, người đứng đầu WTO, bảo vệ vai trò của thương mại trước quan điểm này đã đề nghị cần phân tích sâu hơn vào bản chất giá trị gia tăng tạo ra trong chuỗi giá trị toàn cầu, chứ không phải các số thống kê gộp kim ngạch thương mại. Với gánh nặng tăng lên, các quốc gia thâm hụt thương mại ngày càng thấy khó khăn hơn trong thực hiện các nghĩa vụ tài chính quốc tế.

Để ngăn ngừa khả năng vỡ nợ quốc gia, IMF có thể cung cấp những khoản vay mới cho các quốc gia mắc nợ. Các khoản vay của IMF luôn đi kèm với điều kiện cải thiện thâm hụt quốc gia bằng các thắt chặt chi tiêu và tự do hóa các thị trường tài chính, lao động và hàng hóa. Nói cách khác, chính sách tiền tệ và tài khóa cùng phải thắt chặt. Tuy nhiên, lãi suất cao lên trong khi chính sách tiền tệ thu hẹp lại tạo ra khó khăn cho các nhà xuất khẩu nội địa. Gánh nặng nợ quốc gia được cộng thêm khoản vay mới của IMF.

Hơn thế, sức ép tỷ giá tăng lên và các nhà đầu tư nước ngoài chuyển vốn qua một địa điểm an toàn hơn. Kết cục, như chúng ta đều biết, quốc gia mắc nợ không còn cách nào khác phải tuyên bố phá sản. Đó là trường hợp của Argentina năm 2002, Ireland năm 2009, và tiếp theo sẽ là Hy Lạp năm 2011-2012(?).

## 5 “Xương sống” ngân hàng

Các ngân hàng giữ vai trò có ảnh hưởng lớn và gần như không có sự phân định rõ ràng giữa hệ thống tài chính và ngân hàng trong nền kinh tế Việt Nam. Như đã đề cập ở trên, cấu trúc hệ thống tài chính không thực sự có nhiều tác động tới tăng trưởng của nền kinh tế. Tuy vậy, những đặc trưng của hệ thống tài chính xây dựng trên nền tảng hoạt động của các ngân hàng cần được nhận thức đầy đủ, để đảm bảo các chiến lược phát triển quốc gia sau khi hoạch định sẽ có những điều kiện triển khai thuận lợi.

### 5.1 Khu vực ngân hàng và các thị trường tài chính

Quan hệ giữa khu vực ngân hàng và các thị trường tài chính thường được xem xét trong một mô hình tăng trưởng nội sinh trong đó hệ thống tài chính được hình thành từ các lựa chọn tài chính của các doanh nghiệp trong nền kinh tế. Rất nhiều nghiên cứu đưa ra các kết luận khác nhau về mức độ đóng góp vào tăng trưởng của các hệ thống tài chính dựa trên khu vực ngân hàng hay hoạt động của các thị trường tài chính. Chakraborty và Ray (2006: [14]) cho rằng cấu trúc nào của thị trường tài chính không có nhiều ý nghĩa. Tuy nhiên, với các nền kinh tế đang phát triển và trong quá trình chuyển đổi công nghiệp hóa, hệ thống tài chính đặt nền móng trên các ngân hàng thường phát huy hiệu quả tốt hơn.

Dựa trên lý thuyết tài chính doanh nghiệp có thể phân biệt nguồn tài chính từ ngân hàng và nguồn tài chính từ thị trường dựa trên cách thức tài trợ vốn cho các dự án.

Ngân hàng thường tham dự nhiều hơn trong quá trình lựa chọn và xây dựng dự án, quản trị doanh nghiệp và xác định các cơ hội tiềm tàng. Trong khi đó, thị trường tài chính quan tâm nhiều hơn tới trái phiếu và cổ phiếu của doanh nghiệp (giá và mức độ thanh khoản trên thị trường) trong các giao dịch thương mại, và rất ít khi can dự vào việc điều hành doanh nghiệp.

Hai hệ thống tài chính này cũng có cách tiếp cận khác nhau với vấn đề đại diện (Homstrom và Tirole, 1997: [25]). Người quản lý doanh nghiệp - đại diện vay/huy động vốn - có thể sẽ giảm xác suất thành công của dự án đầu tư để thỏa mãn lợi ích cá nhân của riêng họ. Các nhà đầu tư thông qua thị trường tài chính quá phân tán và thiếu đồng nhất để có thể kiểm soát hiệu quả quá trình triển khai dự án của doanh nghiệp. Ngược lại, ngân hàng có đủ năng lực để giám sát vận hành của dự án được tài trợ tín dụng và nhờ đó, phần nào, giải quyết được vấn đề đại diện. Tất nhiên, việc giám sát sẽ tốn kém và chi phí vốn thông qua ngân hàng bởi vậy thường cao hơn kênh thị trường tài chính.

Ở đây, năng lực tài chính và nhân thân của người chủ dự án có ý nghĩa quan trọng. Một người khởi nghiệp với khả năng tài chính eo hẹp sẽ có nhiều động lực hơn để sử dụng nguồn vốn huy động được đáp ứng các nhu cầu tài chính cá nhân trước khi sử dụng cho dự án đầu tư. Vấn đề này được giải quyết khi người này lựa chọn vay tiền ở ngân hàng, chấp nhận bị giám sát trong điều hành kinh doanh và trả lãi suất cao. Ngược lại, một người khởi nghiệp đã có tích lũy tài chính và danh tiếng kinh doanh ưa thích lựa chọn huy động vốn từ thị trường tài chính. Tuy nhiên, vấn đề lớn hơn mà các nền kinh tế đang phát triển luôn phải đối diện chính là, giám sát của ngân hàng không phải sự thay thế đủ tốt cho năng lực tài chính eo hẹp của những người khởi nghiệp nghèo. Họ không thể tiếp cận được nguồn vốn, dù là từ ngân hàng hay thị trường. Giải quyết vấn đề này cần có sự can thiệp của Chính phủ và các quỹ tài trợ phát triển.

Vai trò tài trợ vốn của ngân hàng và thị trường tài chính có sự hoán đổi tùy theo mức độ nghiêm trọng của vấn đề đại diện. Ở những nơi có chi phí giám sát vừa phải và vấn đề đại diện có điều kiện giảm nhẹ, hệ thống tài chính với khu vực ngân hàng sẽ phát triển. Ngược lại, khi chi phí giám sát lớn hơn lợi ích thu được từ giải quyết vấn đề đại diện, thị trường tài chính sẽ giữ vai trò chủ đạo trong hệ thống.

Tốc độ tăng trưởng kinh tế, cho dù trong hệ thống tài chính nào, cũng sẽ được quyết định bởi hiệu quả của các nỗ lực giảm chi phí giám sát cũng như chi phí cho vay vốn trực tiếp. Khi chi phí vốn giảm xuống, đầu tư tăng lên và tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người cũng vậy. Tuy vậy, hệ thống tài chính dựa trên khu vực ngân hàng cũng có những ưu thế riêng, đặc biệt tại các nền kinh tế mới nổi. Do hoạt động giám sát của ngân hàng có thể thay thế phần nào cho hạn chế tiềm lực tài chính của những người chủ dự án, các doanh nghiệp hoạt động trong những lĩnh vực tiên tiến có điều kiện thuận lợi hơn để huy động vốn đầu tư cho các dự án quy mô lớn so với phương thức huy động trực tiếp trên thị trường tài chính. Lượng tài sản tối thiểu mà chủ đầu tư cần đem ra thế chấp với ngân hàng cũng được giảm xuống, nhờ vậy mà những khu vực kinh tế truyền thống sẽ dần thu hẹp (do những người vay được vốn ngân hàng có xu hướng chuyển sang các lĩnh vực sản xuất tiên tiến hơn). Kết quả là, ngay cả khi khu vực ngân hàng và các thị trường tài chính có cùng tốc độ tăng trưởng, thu nhập bình quân đầu người trong nền kinh tế có hệ thống tài chính xây dựng trên các ngân hàng, trong rất nhiều trường hợp, sẽ cao hơn.

Cải cách hệ thống tài chính và pháp lý giúp giảm vấn đề đại diện, nhờ đó mà những người khởi nghiệp trong các khu vực kinh tế tiến tiến dễ dàng vay được vốn hơn. Điều này làm tăng tỷ lệ đầu tư, và giúp đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng GDP với cả hai dạng cấu trúc của hệ thống tài chính. Nhưng khu vực ngân hàng còn mang lại thêm một hiệu ứng quan trọng với

các nền kinh tế chuyển đổi và công nghiệp hóa. Đó là dịch chuyển cơ cấu kinh tế từ truyền thống sang hiện đại.

Bằng việc hạ thấp mức yêu cầu tài sản tối thiểu của những người vay vốn, các ngân hàng khuyến khích họ tham gia các hoạt động sản xuất tiên tiến. Khu vực sản xuất truyền thống vẫn có thể tiếp tục phát triển nếu ngân hàng có thể cắt giảm các chi phí trung gian và có hỗ trợ từ Chính phủ - giải pháp cần thiết trong quá trình chuyển đổi.

## 5.2 Ngân hàng và biến động kinh tế vĩ mô

Hệ thống tài chính, một mặt đóng góp vào ổn định kinh tế vĩ mô bằng việc tách nền kinh tế khỏi các cú sốc lãi suất hay rộng hơn, là các cú sốc thanh khoản. Hệ thống phát triển trên nền móng khu vực ngân hàng, với lãi suất giữ vị trí quan trọng, càng làm tốt vai trò này (Allen và Gale: 2000, [3]). Theo Issing (2002: [26]), chu kỳ kinh doanh biến động “mượt mà” hơn nhờ quan hệ tín dụng có phạm vi bao phủ rộng tương đối. Mặt khác, hạn chế lãi suất thỏa thuận có hàm ý rằng chính sách tiền tệ không được truyền dẫn đầy đủ sang nền kinh tế thực. Do vậy, cơ chế lãi suất thỏa thuận có thể cản trở vai trò bình ổn của chính sách tiền tệ và thậm chí, còn dẫn tới bất ổn kinh tế.

Ngân hàng trung ương, thông thường, thực hiện chính sách tiền tệ hướng tới một mức lãi suất qua đêm mục tiêu. Một số ngân hàng trung ương sử dụng các các loại giấy tờ có giá và thanh khoản cao để đảm bảo lãi suất qua đêm chi vận động trong một biên độ hẹp. Do vậy, các hoạt động của ngân hàng trung ương duy trì thanh khoản ở mức độ ổn định. Trong điều kiện như vậy, khó mà xác định lãi suất có ảnh hưởng thế nào với ổn định kinh tế vĩ mô.

Tuy nhiên, lãi suất thỏa thuận có giới hạn có thể giúp lập lại ổn định vĩ mô trong trường hợp chi phí sản xuất phụ thuộc đáng kể vào lãi suất danh nghĩa. Khi này, sốc thanh khoản làm tăng chi phí sản xuất và do đó đẩy lạm phát lên cao. Nếu ngân hàng trung ương phản ứng bằng cách tăng lãi suất, chi phí vay vốn thậm chí sẽ còn tăng cao hơn nữa và do đó càng khuếch đại ảnh hưởng của cú sốc ban đầu. Với môi trường như vậy, khu vực ngân hàng có năng lực giảm bớt tác động tiêu cực của sốc thanh khoản chỉ bằng việc phản ứng chậm rãi với chính sách tiền tệ. Theo lý thuyết chu kỳ kinh doanh, sốc thanh khoản bắt nguồn từ giá định công ty phải vay vốn để thanh toán một tỷ lệ ngẫu nhiên tiền lương nhận trước khi bắt đầu quá trình sản xuất.

Scharler (2008: [44]) mô phỏng mô hình Keynes mới về chu kỳ kinh doanh để xem xét tác động của lãi suất thỏa thuận có giới hạn tới ổn định kinh tế vĩ mô. Chừng nào quá trình thỏa thuận còn được thực hiện, ít nhất là trong dài hạn, lãi suất thỏa thuận có giới hạn nhiều khả năng giữ biến động sản lượng trong một chừng mực chấp nhận được. Biến động suy giảm sản lượng lớn hơn xảy ra khi lãi suất thỏa thuận dài hạn không được thực hiện trọn vẹn. Hệ thống với nền tảng là các ngân hàng có khả năng tách biệt hoạt động kinh tế với các hiệu ứng của sốc thanh khoản ngay cả trong dài hạn. Tuy nhiên, lãi suất thỏa thuận dài hạn có điều kiện cũng hàm ý việc thu hẹp biến động sản lượng có giá là biến động lạm phát lớn hơn. Chính sách tiền tệ trở nên kém ổn định trong trường hợp này và do đó, tỷ lệ lạm phát trở nên tương đối bất ổn.

Kinh doanh năng động của các ngân hàng thương mại, với quyền tự chủ về chi phí đầu vào

và giá bán đầu ra, duy trì mức thanh khoản tốt nhất cho thị trường tiền tệ - tín dụng. Các tổ chức tín dụng có điều kiện thực hành phân loại tốt hơn các khoản cho vay. Những mức lãi suất khác nhau được áp dụng cho đề xuất vay vốn có độ rủi ro khác nhau. Đó cũng là chuẩn bị cần thiết để hệ thống ngân hàng Việt Nam hội nhập sâu sắc và toàn diện hơn với hệ thống chuẩn mực kinh doanh ngân hàng của thế giới.

Scharler và Kaufmann (2009: [45]) nỗ lực xác định ảnh hưởng mà các đặc trưng của hệ thống tài chính với chi phí của kênh truyền dẫn chính sách tiền tệ tới nền kinh tế thực. Với giả định doanh nghiệp phải vay vốn lưu động để sản xuất, điều chỉnh lãi suất danh nghĩa tác động tới hàm chi phí, kế hoạch sản xuất, chính sách định giá của doanh nghiệp và cuối cùng là sản lượng và lạm phát của nền kinh tế. Như vậy, chính sách tiền tệ có thể truyền dẫn vào hoạt động kinh tế thực qua kênh chi phí.

Mặc dù việc thắt chặt tiền tệ (tăng lãi suất) có thể làm giảm lạm phát do tổng cầu giảm (đầu tư giảm xuống do lãi suất tăng lên), chi phí vay vốn cao hơn có thể đẩy lạm phát lên do chi phí sản xuất gia tăng. Vì thế, tác động cuối cùng mà chính sách tiền tệ truyền dẫn vào nền kinh tế cần được khảo sát định lượng để có thể kết luận lạm phát sẽ tăng lên hay giảm đi. Nếu kênh truyền dẫn qua chi phí sản xuất thực sự tồn tại, mỗi cú sốc kinh tế sẽ cần tới một sự đánh đổi của các nhà quản lý chính sách tiền tệ. Hiệu quả của các chính sách ổn định kinh tế vĩ mô khi này sẽ bị hạn chế tùy thuộc vào độ lớn ảnh hưởng của kênh truyền dẫn chi phí.

Scharler và Kaufmann<sup>3</sup> kết luận, hiệu ứng chi phí trực tiếp của một điều chỉnh chính sách tiền tệ chỉ có vai trò hạn chế trong truyền dẫn sốc tới sản lượng và giá. Mặc dù động học lạm phát, theo cách nào đó, vẫn chịu ảnh hưởng của kênh truyền dẫn chi phí, khảo sát thực nghiệm vẫn cho thấy điều chỉnh sản lượng gần như phụ thuộc hoàn toàn vào tổng cầu.

Hơn nữa, các hệ thống tài chính cũng không có đủ mức độ đa dạng cần thiết để tạo ra khác biệt đáng kể trong cơ chế truyền dẫn giữa các quốc gia. So sánh hiệu ứng chi phí trực tiếp do điều chỉnh lãi suất tạo ra với khu vực sử dụng đồng euro (hệ thống tài chính dựa trên nền móng các ngân hàng) và Hoa Kỳ (hệ thống tài chính xây dựng trên các thị trường tài chính) cho thấy kết quả gần tương tự nhau.

### **5.3 Khủng hoảng ngân hàng và tăng trưởng**

Một cách thông thường, khủng hoảng tài chính mặc nhiên được xem như nguồn gốc tạo ra những tác động tiêu cực với nền kinh tế. Điều này dường như hiển nhiên tới mức không có nhiều nghiên cứu thực nghiệm khảo sát mức độ ảnh hưởng thực sự của khủng hoảng tài chính tới tăng trưởng.

Thị trường và các tổ chức tài chính, theo các lý thuyết kinh tế, giúp khắc phục các vấn đề lạm dụng nguồn lực và lựa chọn sai lầm có thể gây khó khăn cho việc tiếp cận nguồn vốn và làm tăng chi phí vốn của doanh nghiệp. Hệ thống tài chính phát triển và hoạt động tốt mang đến lợi ích cho các cơ sở sản xuất dựa vào nguồn vốn từ bên ngoài để tăng trưởng. Ngược lại, khủng hoảng hệ thống tài chính khiến các doanh nghiệp này tổn thất nặng nề. Trong giai đoạn khó khăn thanh khoản vào giữa năm 2008, nhiều doanh nghiệp tại Việt Nam đã rơi vào tình trạng phá sản kỹ thuật do không còn nguồn cung tín dụng từ hệ thống ngân hàng. Khó

<sup>3</sup>ibid. [45]



khẩn tín dụng là nguyên nhân chủ đạo của thực tế gần 50,000 doanh nghiệp Việt Nam phải tuyên bố phá sản hoặc dừng hoạt động trong 9 tháng đầu năm 2011.

Kroszner *et al.* (2007: [31]) phân tích dữ liệu từ 38 quốc gia phát triển và đang phát triển và đưa ra kết luận thú vị. Trong hệ thống tài chính với ngân hàng là nguồn cung cấp tín dụng trọng yếu, nếu khủng hoảng xuất hiện và làm biến mất một số ngân hàng thì thiệt hại sẽ đến với những khu vực sản xuất vốn trông cậy ở nguồn tín dụng này nhưng cơ hội phát triển lại mở rộng cho những hoạt động trước nay vốn không hề dựa vào nguồn tiền cung cấp bởi ngân hàng.

Khảo sát của Kroszner còn mở rộng sang các đặc trưng của ngành và quốc gia. Giữa các doanh nghiệp có mức độ lệ thuộc lớn vào nguồn tài chính từ bên ngoài, các doanh nghiệp có lịch sử hoạt động ngắn và tỷ lệ tài sản cố định vô hình cao (khó định giá tài sản) gặp nhiều khó khăn hơn trong việc huy động vốn từ thị trường tài chính và do đó, có dựa nhiều hơn vào nguồn tín dụng từ ngân hàng và các tổ chức tài chính trung gian. Đây cũng là nhóm doanh nghiệp chịu tổn thất lớn nhất sau các biến cố của hệ thống ngân hàng.

Khủng hoảng dường như là thứ gì đó mà nền kinh tế không thể quen được. Với những nền kinh tế mà khủng hoảng ngân hàng lặp đi lặp lại, ảnh hưởng của cú sốc này tới tăng trưởng lớn hơn. Cũng giống như kết luận của Rajan *et al.* (2005: [19]), Kroszner *et al.* ghi nhận tăng trưởng của các hoạt động sản xuất phụ thuộc tín dụng ngân hàng sẽ sụt giảm mạnh khi các định chế tài chính này gặp vấn đề, bất kể hệ thống tài chính của quốc gia có trình độ phát triển thế nào.

Kroszner *et al.* cũng tiến hành khảo sát tác động của các cuộc khủng hoảng tiền tệ và suy thoái kinh tế với tăng trưởng. Trong hệ thống tài chính với ngân hàng là nguồn cung cấp tín dụng gần như duy nhất, các vấn đề về tiền tệ và co rút sản xuất không có ảnh hưởng đáng kể nào tới kết quả tăng trưởng chung.

Kết quả thực nghiệm được củng cố qua khảo sát ở cấp độ doanh nghiệp. Khủng hoảng ngân hàng làm giảm tăng trưởng cả về doanh số, thu nhập thực tế và lợi nhuận từ cổ phiếu của các doanh nghiệp có độ phụ thuộc cao vào tín dụng ngân hàng. Tại những doanh nghiệp thực hiện tốt việc công bố thông tin, mức độ thiệt hại từ khủng hoảng ngân hàng ít hơn. Điều này gợi ý rằng những doanh nghiệp có khả năng tiếp cận tốt hơn với các dòng vốn trên thị trường tài chính. Các nhà đầu tư nhìn nhận đây là những doanh nghiệp có tính minh bạch cao trong quản trị và điều hành.

Bản thân vận hành kém hiệu quả của khu vực ngân hàng cũng đã kìm hãm tăng trưởng kinh tế trong các nền kinh tế chuyển đổi, có hệ thống tài chính dựa trên nền tảng của khu vực này. Với Việt Nam, các ngân hàng không chỉ là nguồn cung vốn quan trọng cho khu vực sản xuất mà đồng thời cũng trực tiếp cạnh tranh huy động vốn với các đơn vị sản xuất. Khảo sát thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam giai đoạn 1990-2010 (Vương và Trần 2010: [52]) cho thấy, các ngân hàng thương mại, đặc biệt là ngân hàng thương mại quốc doanh, có quy mô và số lần phát hành áp đảo trên thị trường. Như vậy, nếu lượng vốn này không được sử dụng hiệu quả, một khối lượng lớn nguồn vốn xã hội sẽ bị lãng phí và không phục vụ cho mục tiêu tăng trưởng.

Mở rộng tín dụng ngân hàng còn châm mồi phát triển bong bóng trên các thị trường tài sản. Chỉ cần chiếc van tín dụng được mở ra, sự tăng trưởng sẽ bắt đầu một cách mạnh mẽ.

Với chính sách tín dụng “thoáng”, việc hình thành bong bóng chỉ dựa vào một tác nhân duy nhất: ý kiến đồng thuận của xã hội về một kỳ vọng lợi ích chung, và giả định lợi ích này liên tục gia tăng trên một đơn vị tài sản cụ thể. Khi đồng thuận này dẫn tới một kết luận, không cần căn cứ xác đáng, rằng giá trị sẽ liên tục tăng cao, không lệ thuộc vào hàm lợi ích và các ràng buộc kinh tế về tính hiệu dụng của tài sản mà chỉ phụ thuộc vào nhu cầu đầu cơ liên tục tăng cao về trạng thái giá, liên tục được bổ sung theo thời gian, và co hẹp các khoảng cách kỳ vọng giữa các nhóm dân cư, thì bong bóng tài sản sẽ được hình thành, thậm chí chỉ từ một lượng tín dụng nhỏ.

Kỳ vọng của nhà đầu tư là tác nhân quyết định tốc độ phình to của bong bóng. Kỳ vọng đồng thuận cao, bất chấp sự khác biệt về hoàn cảnh, điều kiện kinh tế, về thông tin và khả năng phân tích là nội dung căn bản của hiện tượng “bầy đàn”, đặc biệt quan trọng với thị trường tài sản và được thể hiện rất rõ ở Việt Nam. Khía cạnh này đã được nghiên cứu ở Việt Nam rất cụ thể với những bằng chứng thống kê toán được tiến hành bởi Farber và Vương (2004:[50]).

Sự ra đời và tăng trưởng của các bong bóng luôn nhận được sự hỗ trợ của truyền thông và khuếch đại qua cơ chế đồng nhất hóa kỳ vọng sinh hiệu ứng bầy đàn. Sự kết thúc và “quá trình xì hơi, nổ” bong bóng, cũng có dấu ấn mạnh mẽ của truyền thông.

Tính thanh khoản và lợi suất kỳ vọng tác động chung tới các tài sản vàng, USD, chứng khoán, bất động sản là hai mặt của quả bong bóng. Chúng đơn giản nhưng có sức mạnh ghê gớm ở hai nghĩa. Sự đơn giản dễ hiểu này tạo ra sức huy động vốn rất lớn, có tính tập trung cao, thường xuyên dẫn tới mất cân đối nghiêm trọng về cấu trúc vốn xã hội, theo quy mô, thời điểm, lãi suất... và hút rất nhiều tín dụng. Ở ý nghĩa thứ hai, hậu quả và sự sụp đổ có ảnh hưởng rất lớn tới đời sống xã hội, trên quy mô rộng khắp, một khi thị trường tài sản đã được xã hội hóa cao độ.

“Bong bóng” đã lần lượt xảy ra với bất động sản, chứng khoán, USD, và vàng. Đôi lúc, xảy ra cùng chiều, cùng lúc với cả chứng khoán và vàng. Có lúc ngược chiều với các nhóm tài sản. Kết cục, có khi là cùng bùng nổ, cùng sụp đổ, hoặc bùng nổ ở đây còn sụp đổ ở kia.

Các thị trường chịu tác động của những quy luật giao dịch vĩ mô, chịu ảnh hưởng do các tác nhân bên trong hay bên ngoài, bao gồm cả các chính sách vĩ mô. Nhưng mức độ và tốc độ phản ứng thường xuyên nằm ngoài khả năng kiểm soát của cả nhà hoạch định chính sách lẫn các thành phần tham gia thị trường. Vì thế, khoa học kinh tế rất phức tạp do một nguyên nhân quan trọng là kỳ vọng tương lai thay đổi theo vô vàn phương thức khác nhau.

Một khía cạnh biểu hiện khác của sự phức tạp của vấn đề quy luật nhận thức kinh tế là tác động không đồng nhất, khó đo lường của các chính sách kinh tế vĩ mô khi được chuyển tải thành các tín hiệu tới thị trường hàng hóa và tài sản, nơi các giao dịch vĩ mô biến động nhanh, mạnh, nhất là khi so với độ ổn định tương đối của một hệ thống chính sách vĩ mô.

## **6 Tài chính và Khởi nghiệp**

Trong những năm gần đây, phát triển hệ thống tài chính ngày càng nhận thêm nhiều quan tâm cả từ những nhà hoạch định chính sách và giới nghiên cứu. Chủ đề này càng được đặc biệt chú ý với các quốc gia đang trong quá trình chuyển đổi, nơi mà trước kia hầu như không

có sự hiện diện của hệ thống tài chính. Các giao dịch tài chính đơn giản chỉ như một phần của hệ thống kế hoạch (Hermes và Lensink: 2000, [24]). Chỉ khi bắt đầu quá trình chuyển đổi kinh tế và chính trị, vào cuối những năm 1980, thiết kế hệ thống tài chính nội địa mới trở thành một vấn đề chính yếu của kế hoạch phát triển kinh tế quốc gia.

## 6.1 Hệ thống tài chính trong nền kinh tế chuyển đổi

Phát triển hệ thống tài chính với các nền kinh tế chuyển đổi chú trọng tới cải thiện hiệu suất vận hành của tổ chức tài chính trong cung cấp các dịch vụ trọng yếu như thúc đẩy giao thương, nhất là thương mại quốc tế (ví dụ như tài trợ vốn cho xuất khẩu), phòng ngừa rủi ro (ví dụ như các công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá), đa dạng hóa và quản trị rủi ro tài chính v.v.. Nhờ thế, huy động tiết kiệm được thúc đẩy và các khoản tiết kiệm này tiếp tục được phân bổ hợp lý cho các hoạt động sản xuất kinh doanh. Với các ngân hàng là lực lượng chủ đạo trong hệ thống tài chính, hiệu quả của các dự án đầu tư - vay vốn tín dụng - được đảm bảo nhờ quá trình thẩm định, đánh giá khả thi và công tác giám sát triển khai. Hệ thống tài chính vận hành tốt sẽ có chi phí vốn thấp và luôn tìm được cơ hội bỏ vốn sinh lời cao. Hệ quả của việc này là tỷ lệ tiết kiệm trong dân cư tăng lên bởi có nhiều người sẵn sàng hy sinh tiêu dùng ở hiện tại để đổi lấy năng lực tiêu dùng lớn hơn trong tương lai.

Một hệ thống tài chính dựa trên nền tảng khu vực ngân hàng hay dựa trên các thị trường tài chính sẽ thúc đẩy tốt hơn cho tăng trưởng kinh tế vẫn là câu hỏi còn để ngỏ. Trong quá trình tìm kiếm câu trả lời, thị trường chứng khoán thể hiện vai trò ngày càng quan trọng như cầu nối giữa hai loại cấu trúc của hệ thống tài chính.

Cấu trúc của hệ thống tài chính quyết định mức độ ảnh hưởng của phát triển hệ thống tài chính tới quá trình tăng trưởng kinh tế. Những hiểu biết cặn kẽ và thấu đáo về cấu trúc hệ thống tài chính là cần thiết để xây dựng các kế hoạch phát triển lâu dài và bền vững của cả nền kinh tế. Với Việt Nam, hệ thống tài chính ghi nhận vai trò chủ đạo của khu vực ngân hàng. Do đó, những đặc trưng và tác động đến tăng trưởng như đã phân tích ở mục (5) rất đáng cân nhắc trong quá trình hoạch định chiến lược kinh tế - xã hội.

Sự ổn định của hệ thống ngân hàng rất có ý nghĩa với tăng trưởng. Bảo hiểm tiền gửi thường được sử dụng tại các nền kinh tế chuyển đổi như một công cụ hữu hiệu để đảm bảo điều này. Cùng với đó là quá trình hoàn thiện cơ chế giám sát và hành lang pháp lý cho kinh doanh ngân hàng. Tuy hiệu ứng tích cực của hệ thống bảo hiểm tiền gửi trong duy trì tính ổn định của ngành ngân hàng vẫn chưa được kiểm chứng bằng thực nghiệm, độ tin cậy lớn hơn của người tiêu dùng với các ngân hàng có tham gia hệ thống này là có thể quan sát được.

Trong quá trình chuyển đổi, ngân hàng trung ương và cách thức ngân hàng này điều chỉnh vận hành của hệ thống tài chính có ảnh hưởng quyết định tới toàn bộ hoạt động kinh tế. Ngân hàng trung ương đảm nhiệm hai chức năng. Một là đổi mới và giám sát hệ thống thanh toán. Hai là duy trì ổn định hệ thống ngân hàng với vai trò người cho vay sau cùng. Chức năng đầu tiên đặc biệt trọng yếu ở các nền kinh tế mới nổi như Việt Nam. Hệ thống thanh toán phải đồng thời tạo điều kiện thuận lợi cho các giao dịch thương mại và chống đỡ với áp lực lạm phát. Nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng để làm tốt chức năng này, ngân hàng trung ương cần có tính độc lập với hệ thống điều hành kinh tế vĩ mô của chính phủ. Tuy nhiên, tăng tính

độc lập cho các ngân hàng trung ương có thực sự là giải pháp để giảm lạm phát? Và nếu vậy, thì tính độc lập này có thể đo lường bằng cách nào? vẫn còn là những chủ đề gây tranh cãi.

### 6.1.1 Vai trò của thị trường chứng khoán

Trong mô hình kinh tế kế hoạch hóa tập trung, thị trường chứng khoán không tồn tại. Tuy nhiên, quá trình chuyển đổi sang mô hình kinh tế thị trường ghi nhận sự phát triển mạnh mẽ của thị trường này. Quy mô, độ đa dạng và cả tác động kinh tế - xã hội của thị trường chứng khoán Việt Nam trong một thập kỷ đầu tiên của thế kỷ 21 minh họa cho kết luận này.

Tính thanh khoản mà thị trường chứng khoán mang lại thực sự là động lực then chốt cho quá trình công nghiệp hóa. Phát hành cổ phiếu là kênh huy động vốn hấp dẫn của doanh nghiệp bên cạnh nguồn cung tín dụng từ ngân hàng. Sau 11 năm, từ vài ba doanh nghiệp niêm yết đầu tiên, TTCKVN đã có hơn 500 mã cổ phiếu tham gia giao dịch. Quan trọng hơn, thị trường chứng khoán giúp nguồn vốn tài chính được phân bổ hiệu quả trong nền kinh tế thông qua lựa chọn hướng tới những khoản đầu tư có khả năng tạo ra lợi nhuận cao của các nhà đầu tư. Với một thị trường chứng khoán vận hành tốt, trước các tín hiệu kinh tế bất lợi, nhà đầu tư vẫn tìm được cơ hội chuyển tài sản tài chính đang nắm giữ sang một hàng hóa trung gian khác có thanh khoản cao hơn. Trong khi đó, các doanh nghiệp vẫn tiếp tục sử dụng được vốn đã huy động. Nhờ đó, khu vực sản xuất kinh doanh vẫn tiếp tục vận hành. Với hệ thống ngân hàng thương mại năng lực đảm bảo vận hành ổn định cho khu vực sản xuất bị giới hạn ở tiềm lực tài chính của chính ngân hàng, các quy định về giới hạn cho vay và hạn mức với một khách hàng, và các cam kết về thời hạn của khoản vay.

Nhiều kết quả nghiên cứu thực nghiệm thống nhất rằng, phát triển của thị trường chứng khoán đóng góp tích cực cho tăng trưởng kinh tế, tiêu biểu như Atje và Jovanovic (1993: [7]) hay Levine và Zervos (1998: [35]). Quá trình tự do hóa hệ thống tài chính, bao gồm cả việc nới lỏng các quy định kiểm soát vốn trên thị trường chứng khoán góp phần đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế. Tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài trong các doanh nghiệp niêm yết thường có một mức trần, với Việt Nam mức này phổ biến là 30% vốn điều lệ. Việc nâng cao mức trần này, thậm chí là xóa bỏ, khuyến khích các nhà đầu tư nước ngoài bỏ nhiều vốn hơn vào các lĩnh vực giàu tiềm năng tăng trưởng. Thị trường chứng khoán và cả nền kinh tế hưởng lợi từ động thái này (Levine và Zervos, 1998: [34]).

Tuy vậy, thị trường chứng khoán cũng có những hiệu ứng tiêu cực, đáng ngại nhất việc trở thành “sòng bạc”. Singh (1997: [46]) nhấn mạnh nguy cơ đổ vỡ hệ thống tài chính, và lây lan sang cả khu vực sản xuất khi thị trường chứng khoán không làm tốt nhiệm vụ thẩm định cơ hội và giám sát hiệu quả quá trình triển khai các dự án đầu tư. Tình trạng này càng xấu hơn tại các nền kinh tế mới nổi, đang thực hiện chuyển đổi và có hệ thống pháp lý chưa hoàn hảo. Hơn thế, với các thị trường chứng khoán có quy mô nhỏ, biến động giá cổ phiếu liên tục xảy ra với dao động lớn. Điều này, theo Singh, gây hại cho phát triển kinh tế. Những gì đã chứng kiến với thị trường chứng khoán Việt Nam kể từ cuối năm 2006 trở lại đây xác nhận quan điểm đúng đắn này.

Thị trường chứng khoán còn gặp phải vấn đề thông tin bất đối xứng nặng nề hơn nhiều so với ngân hàng. Tại Việt Nam, ngân hàng và doanh nghiệp hiểu khá rõ về nhau do đã phát

triển quan hệ lâu dài (Vương và Trần, 2009: [53]). Trong khi đó, thị trường chứng khoán thường chỉ mang đến cơ hội trong ngắn hạn. Đông đảo các nhà đầu tư chứng khoán chỉ quan tâm tới vận động lên xuống của giá cổ phiếu đang nắm giữ và bỏ qua những thông số vận hành cơ bản của doanh nghiệp phát hành ra cổ phiếu đó.

## 6.2 Tài chính và khởi nghiệp

Nếu hệ thống tài chính trở thành quan tâm lớn trong các nền kinh tế chuyển đổi thì khuyến khích khởi nghiệp và ứng dụng sáng tạo, cải tiến trong kinh doanh thực sự là động lực tăng trưởng và nghị sự hàng đầu (Vương, 2009:[48]).

Cộng đồng học thuật và giới chính sách cùng thống nhất rằng đầu tư cho R&D mang lại lợi nhuận cho doanh nghiệp. Khoản đầu tư này cũng giúp cổ phiếu của doanh nghiệp được định giá cao hơn trên thị trường chứng khoán (Lev và Sougiannis, 1996: [32]; Eberhart *et al.*, 2004: [20]; Chan *et al.*, 2001: [15]). Booth *et al.* (2006:[12]) phát hiện chi nhiều hơn cho R&D có tác động làm tăng giá cổ phiếu lớn hơn trong các hệ thống tài chính dựa trên vận hành của thị trường tài chính so với các hệ thống tài chính lấy khu vực ngân hàng làm xương sống. Hall và Oriani (2006:[22]) bổ sung, đầu tư R&D không chỉ giúp tăng giá trị doanh nghiệp mà còn tăng cường liên kết giữa các doanh nghiệp trong cùng ngành giữa các quốc gia.

Karjalainen (2008:[27]) khảo sát ảnh hưởng của hệ thống tài chính quốc gia với quan hệ giữa đầu tư R&D hiện tại với khả năng tạo lợi nhuận của doanh nghiệp trong tương lai. Đầu tư R&D cải thiện năng lực tạo lợi nhuận cho doanh nghiệp. Hiệu ứng này, được khẳng định thêm một lần nữa, lớn hơn trong các nền kinh tế mà vai trò của thị trường tài chính đang dần lớn lên so với khu vực ngân hàng.

Đầu tư R&D tác động tới hiệu quả kinh doanh trong tương lai của doanh nghiệp qua hai cơ chế. Theo cơ chế thứ nhất, thị trường chứng khoán ghi nhận giá trị của doanh nghiệp qua các thông tin hạch toán khác nhau, ví như chi phí đầu tư R&D. Đóng góp của chi phí đầu tư R&D vào giá trị doanh nghiệp do vậy thay đổi tùy theo phương pháp định giá được sử dụng.

Với cơ chế thứ hai, hiệu ứng R&D được tính trực tiếp và khả năng tạo ra lợi nhuận trong tương lai của doanh nghiệp. Giá trị doanh nghiệp khi này sẽ được phỏng đoán dựa trên mức độ sẵn sàng của nguồn vốn tài trợ cho hoạt động R&D, thông tin được công bố và cả rò rỉ theo các kênh không chính thức.

Đối với các doanh nghiệp, quyết định lựa chọn nguồn tài trợ vốn cho hoạt động R&D sẽ tùy thuộc vào mức độ sẵn sàng tín dụng của khu vực ngân hàng hoặc khả năng chấp nhận rủi ro của các nhà đầu tư trên thị trường tài chính. Nhận định này được Agarwal và Mohtadi (2004:[1]) xác nhận bằng thực nghiệm thống kê tại 27 nền kinh tế mới nổi trong giai đoạn 1980-1997.

Trình độ phát triển của thị trường chứng khoán, được đo bằng tỷ lệ của giá trị vốn hóa toàn thị trường với GDP, sẽ quyết định tỷ lệ vay nợ so với quy mô vốn cổ phần của doanh nghiệp. Thị trường chứng khoán càng phát triển, doanh nghiệp có tỷ lệ nợ càng thấp. Đồng thời, phát triển của khu vực ngân hàng (có thể xác định qua tổng tồn lượng tiền gửi so với GDP) có ảnh hưởng làm tăng tỷ lệ nợ/vốn cổ phần ở doanh nghiệp.

Với các dự án mới và/hoặc cơ sở kinh doanh mới thành lập, lựa chọn nguồn cung cấp vốn tùy thuộc vào quy mô hoạt động, cấu trúc tài sản, loại hình doanh nghiệp, định hướng tăng trưởng và cả cá nhân người chủ doanh nghiệp hoặc người khởi xướng dự án (Cassar, 2004:[13]).

Quy mô ban đầu càng lớn thì tỷ lệ vay nợ, và nợ dài hạn của doanh nghiệp càng cao. Quan hệ này cũng cho thấy các dự án đầu tư lớn thường dễ dàng tiếp cận nguồn tín dụng. Khi giải ngân lượng tiền lớn, ngân hàng và các tổ chức cho vay có điều kiện giảm chi phí trên cùng một đơn vị tư bản. Mặt khác, ưu tiên này cũng ẩn chứa rủi ro cao. Sau khi nhận được khoản vay giá trị lớn, quyền lực của người chủ doanh nghiệp với ngân hàng tăng lên. Nói như Keynes thì “khi cho vay 1 đồng ngân hàng là chủ nợ, còn khi cho vay 1.000 đồng ngân hàng trở thành con nợ”. Con nợ lớn có thể lạm dụng sức mạnh của mình, sử dụng vốn vay được một cách kém hiệu quả và tiếp tục yêu cầu chủ nợ cấp thêm tiền.

Hiệu ứng nguy hiểm hơn là trong khi các doanh nghiệp lớn tiếp tục có được nguồn lực dồi dào và không cải thiện hiệu quả sử dụng, cơ hội tiếp cận nguồn tín dụng của các doanh nghiệp vừa và nhỏ bị thu hẹp. Thậm chí, cộng đồng những người khởi nghiệp - động lực của tăng trưởng - không thể trông đợi vào vốn vay từ ngân hàng để khởi sự kinh doanh.

Cấu trúc tài sản cũng sẽ quyết định khả năng vay nợ của doanh nghiệp. Nhiều tài sản cố định có giá trị cao là đảm bảo tốt để ngân hàng ra quyết định cho vay. Nỗ lực phòng ngừa rủi ro của ngân hàng lại là rào cản với các ý tưởng sáng tạo kinh doanh. Ở điểm bắt đầu của một hoạt động kinh doanh mới, phần giá trị lớn nhất luôn nằm ở bí quyết công nghệ, thương hiệu hay phương thức vận hành, quản trị, phân phối, marketing độc đáo. Vấn đề là những tài sản này vô hình và rất khó định giá. Đây là lúc các quỹ đầu tư mạo hiểm phát huy vai trò.

Tài trợ vốn kinh doanh bằng vay nợ rất quan trọng với hoạt động kinh doanh mới. Xung đột lợi ích giữa người cho vay và người đi vay cùng vấn đề thông tin bất đối xứng là những rào cản rất khó vượt qua với trong giai đoạn khởi nghiệp. Trong tình huống này, những người khởi nghiệp may mắn còn có thể huy động một nguồn lực nữa: vốn xã hội - nguồn lực vô hình được hình thành từ liên kết giữa cá nhân với các thành viên trong cộng đồng. Người khởi nghiệp có thể sử dụng hoặc vay mượn vốn xã hội (từ bạn bè, người thân...) để sử dụng như một tài sản đảm bảo cho những đề xuất vay trực tiếp hay kêu gọi vốn tài trợ (Chua *et al.*, 2009: [16]). Đó mới là điều kiện cần. Tính linh hoạt và khả năng chấp nhận mạo hiểm của các quỹ đầu tư là điều kiện đủ.

Các quỹ đầu tư mạo hiểm, dạng *hedge fund* hay *private equity fund* có thể bỏ tiền vào đầu tư những loại phái sinh chứng khoán (như cổ phiếu) hay các dự án mới hình thành và chỉ bị chế tài bởi các điều khoản do hợp đồng kiểm soát quỹ. Hoạt động đầu tư mạo hiểm chủ yếu được tiến hành theo phương thức góp vốn hoặc mua lại cổ phần riêng lẻ với các đối tượng kinh doanh được đánh giá có khả năng mang lại siêu lợi nhuận cho nhà đầu tư.

Vốn đầu tư được đổ vào hệ thống kinh doanh sinh lợi từ rất sớm và lợi nhuận thường được hiện thực hóa khi công ty nhận vốn IPO hoặc bán tài sản. Hoạt động đầu tư mạo hiểm lựa chọn các lĩnh vực công nghệ cao như công nghệ sinh học hay công nghệ thông tin và truyền thông. Vốn đầu tư mạo hiểm thường được huy động từ các định chế đầu tư và các nhân vật giàu có. Đội ngũ triển khai hoạt động đầu tư mạo hiểm luôn có mặt các chuyên gia “công nghệ”, kỹ sư hay nhà nghiên cứu có hiểu biết sâu sắc về chuyên ngành hẹp cũng như khởi

ng nghiệp và phát triển kinh doanh.

Hệ thống tài chính phát triển không chỉ tạo điều kiện tiếp cận nguồn vốn thuận lợi hơn mà còn sinh ra động lực kích thích nỗ lực khởi nghiệp kinh doanh. Các giao dịch M&A ngày càng trở nên quen thuộc và là phương thức rút vốn đầu tư phổ biến của những công ty kinh doanh thành công, nhất là tại các nền kinh tế chuyển đổi như Việt Nam (Vương *et al.*, 2010: [54]). Đây cũng là cơ hội để nhiều doanh nhân khởi nghiệp thu lợi nhuận tài chính và rời xa các rủi ro kinh doanh, bất trắc của thị trường. Điều này đồng nghĩa với tính khởi nghiệp dần mất đi.

Lợi nhuận từ việc bán tài sản và thậm chí, cả công ty, phần lớn được chuyển sang các ngành có tính đầu cơ cao như chứng khoán, ngân hàng, dịch vụ tài chính phi ngân hàng và bất động sản. Một phần khác đi vào các ngành công nghiệp khai thác ưu thế quốc gia về tài nguyên thiên nhiên và giá nhân công thấp. Xu thế này đặt câu hỏi về mức độ bền vững của thịnh vượng kinh tế ở Việt Nam.

Thị trường M&A có mức độ biến động mạnh là nguyên nhân gây thất vọng lớn cho các nhà đầu cơ đặt cược vào tỷ suất lợi nhuận cao của các thương vụ M&A.

Các làn sóng M&A một mặt sinh ra hiệu ứng tiêu cực là thúc đẩy phát triển các mô hình kinh doanh thiếu bền vững, tạo ra tăng trưởng bóng bóng từ những hành vi tìm kiếm đặc lợi kinh tế. Mặt khác, M&A khuyến khích các quá trình khởi nghiệp - nhân tố quan trọng bậc nhất trong tiến trình phát triển kinh tế - thông qua cơ hội cung cấp nguồn vốn khởi động cho các dự án mới cũng như khả năng sớm mang lại lợi nhuận tài chính cho những ý tưởng kinh doanh sáng tạo.

## 7 Kết luận

Trong quá trình tăng trưởng kinh tế hướng tới phát triển bền vững, hệ thống tài chính quốc gia thực hiện chức năng huy động tiết kiệm và phân bổ nguồn vốn hợp lý cho các hoạt động sản xuất kinh doanh có triển vọng tạo ra lợi nhuận cao. Hệ thống tài chính vận hành tốt sẽ giảm được chi phí vốn của nền kinh tế và tạo điều kiện tiếp cận nguồn vốn công bằng hơn tới các khu vực kinh tế khác nhau.

Cấu trúc hệ thống tài chính không có ảnh hưởng nào đáng kể tới tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, trong nền kinh tế chuyển đổi của Việt Nam, với khu vực ngân hàng giữ vai trò chủ đạo, tự do hóa thị trường vốn nội địa sẽ mang nguồn vốn bổ sung - từ các nhà đầu tư nước ngoài - nhiều và đa dạng hơn. Nhờ vậy, chi phí vốn cho sản xuất giảm đi và lưu lượng vốn tăng lên. Kết quả là sản lượng của cả nền kinh tế gia tăng.

Ở đây, cần tránh quan điểm sai lầm cho rằng quy mô tư bản đầu vào tăng lên đảm bảo chắc chắn cho tăng trưởng sản lượng. Trong những năm gần đây, ICOR của Việt Nam liên tục tăng cao, xem bảng (1).<sup>4</sup> Mở rộng tín dụng ngân hàng còn châm mồi phát triển bong

<sup>4</sup>Tỷ suất thâm dụng vốn trên đơn vị sản lượng - ICOR, viết tắt của thuật ngữ tiếng Anh: Incremental Capital Output Ratio, là chỉ số cho biết hiệu quả đầu tư vốn trong nền kinh tế, toàn phần hay từng khu vực. Trên thực tế, ICOR cũng được tính toán với các doanh nghiệp riêng lẻ để có hiểu biết tổng thể về hiệu quả đầu tư vốn của nhóm doanh nghiệp đang nghiên cứu. ICOR cho biết để tạo thêm một đồng sản phẩm thì cần đưa thêm vào sử dụng bao nhiêu đồng vốn.

bóng trên các thị trường tài sản.

Bảng 1: ICOR Việt Nam

Giai đoạn	ICOR
1991-1995	3,5
1996-2000	4,8
2001-2003	5,24
2004-2006	5,04
2007-2008	6,15
2009	8

Nguồn: Tổng cục Thống kê, 2010

Tiếp tục đẩy mạnh minh bạch hóa thông tin, tăng cường giám sát hoạt động của các tổ chức tài chính, hoàn thiện hệ thống pháp lý cho các thị trường tài chính cần được ưu tiên trong các kế hoạch đổi mới hệ thống tài chính nhằm đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô, phục vụ tăng trưởng kinh tế và phát triển bền vững./.

## Tài liệu tham khảo

- [1] Sumit Agarwal and Hamid Mohtadi. Financial markets and the financing choice of firms: Evidence from developing countries. *Global Finance Journal*, 15(1):57–70, 2004.
- [2] F. Allen and D. Gale. A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and the US. *European Economic Review*, 39:179–209, 1995.
- [3] F. Allen and D. Gale. *Comparing Financial Systems*. MIT Press, Cambridge, MA., 2000.
- [4] Javier Andres, Ignacio Hernando, and David J. Lopes-Salido. The role of the financial system in the growth-inflation link: the OECD experience. *European Journal of Political Economy*, 20:941–961, 2004.
- [5] Lutz Arnold and Uwe Walz. Financial regimes, capital structure, and growth. *European Journal of Political Economy*, 16:491–508, 2000.
- [6] K. J. Arrow, H. B. Chenery, B. S. Minhas, and R. M. Solow. Capital-Labor Substitution and Economic Efficiency. *Review of Economics and Statistics*, 43:225–250, 1961.
- [7] R. Atje and B. Jovanovic. Stock markets and development. *European Economic Review*, 37:632–640, 1993.
- [8] R. Barro. Inflation and economic growth. *European Economic Review*, 37:632–640, 1995.
- [9] R. J. Barro and X. Sala-i Martin. *Economic Growth*. McGraw-Hill, New York, 1995.
- [10] G. Bekaert. Market integration and investment barriers in emerging equity markets. *World Bank Economic Review*, 9:75–107, 1995.
- [11] Geert Bekaert, Campbell R. Harvey, and Christian Lundblad. Does financial liberalization spur growth? *Journal of Financial Economics*, 77:3–55, 2005.



- [12] G.G. Booth, J. Junntila, J.P. Kallunki, P. Sahlstrom, and M. Rahiala. How does the financial environment affect the stock market valuation of R&D spending? *Journal of Financial Intermediation*, 15:197–214, 2006.
- [13] Gavin Cassar. The financing of business start-ups. *Journal of Business Venturing*, 19:261–283, 2004.
- [14] Shankha Chakraborty and Tridip Ray. Bank-based versus market-based financial systems: A growth-theoretic analysis. *Journal of Monetary Economics*, 53:329–350, 2006.
- [15] L.K.C. Chan, J. Lakonishok, and T. Sougiannis. The stock market valuation of research and development expenditures. *Journal of Finance*, 56:2431–2456, 2001.
- [16] Jess H. Chua, James J. Chrisman, Franz Kellermanns, and Zhenyu Wue. Family involvement and new venture debt financing. *Journal of Business Venturing*, 24, 2009.
- [17] P. A. David and T. van de Klundert. Biased Efficiency Growth and Capital-Labor Substitution in the U.S., 1899-1960. *American Economic Review*, 55:357–394, 1965.
- [18] o. de La Grandville. In Quest of the Slutsky Diamond. *American Economic Review*, 79:468–481, 1989.
- [19] G. Dell’Ariccia, E. Detragiache, and R. Rajan. The real effect of banking crises. *IMF Working paper*, 2005.
- [20] A.C. Eberhart, W.F. Maxwell, and A.R. Siddique. An examination of long-term abnormal stock returns and operating performance following R&D increases. *Journal of Finance*, 59:623–649, 2004.
- [21] Emre O. Ergungor. Financial system structure and economic growth: Structure matter. *International Review of Economics and Finance*, 17:292–305, 2008.
- [22] B.H. Hall and R. Oriani. Does the market value R&D investment by European firms? evidence from a panel of manufacturing firms in France, Germany, and Italy. *International Journal of Industrial Organization*, 24:971–993, 2006.
- [23] P. B. Henry. Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices. *Journal of Finance*, 55:529–564, 2000.
- [24] Neils Hermes and Robert Lensink. Financial systems development in transition economies. *Journal of Banking and Finance*, 24:507–524, 2000.
- [25] B. Holmstrom and J. Tirole. Financial intermediation, loanable funds, and the real sector. *Quarterly Journal of Economics*, 112:663–691, 1997.
- [26] O. Issing. *The Transformation of the European Financial System*, chapter Relationship lending in the euro area. European Central Bank, 2002.
- [27] Pasi Karjalainen. R&D investments: The effects of different financial environments on firm profitability. *Journal of Multinational Financial Management*, 18:79–93, 2008.
- [28] R. King and R. Levine. Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, 108:717–737, 1993.

- [29] R. King and R. Levine. Finance, entrepreneurship and growth: theory and evidence. *Journal of Monetary Economics*, 32:513–542, 1993.
- [30] Rainer Klump and Harald Preissler. CES Production Functions and Economic Growth. *The Scandinavian Journal of Economics*, 102(1):41–56, Mar. 2000.
- [31] Randall S. Kroszner, Luc Laeven, and Daniela Klingebiel. Bank crises, financial dependence, and growth. *Journal of Financial Economics*, 84:187–228, 2007.
- [32] B. Lev and T. Sougiannis. The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D. *Journal of Accounting and Economics*, 21:107–138, 1996.
- [33] R. Levine. Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 35:688–726, 1997.
- [34] R. Levine and S. Zervos. Capital control liberalization and stock market development. *World Development*, 26:1169–1183, 1998.
- [35] R. Levine and S. Zervos. Stock markets, banks and economic growth. *American Economic Review*, 88:537–558, 1998.
- [36] D. Mathieson and L. Rojas-Suarez. Liberalization of the capital account: experiences and issues. *Occasional paper*, (103), 1993.
- [37] R. McKinnon. *Money and Capital in Economic Development*. Brookings Institution, 1973.
- [38] Fariborz Moshirian. Globalization and financial markets integration. *Journal of Multinational Financial Management*, 13:289–302, 2003.
- [39] Fariborz Moshirian. Global financial markets integration and Millennium Goals. *Journal of Multinational Financial Management*, 15:302–313, 2005.
- [40] M. Pagano. Financial markets and growth: an overview. *European Economic Review*, 37:613–622, 1993.
- [41] J. D. Pitchford. Growth and the Elasticity of Substitution. *Economic Record*, 36:491–503, 1960.
- [42] G. Ranis, F. Stewart, and A. Ramirez. Economic Growth and Human Development. *World Development*, 28(2):197–219, 2000.
- [43] E. Shaw. *Financial deepening in economic development*. Oxford University Press, 1973.
- [44] Johann Shcarler. Do bank-based financial systems reduce macroeconomic volatility by smoothing interest rates? *Journal of Macroeconomics*, 30:1207–1221, 2008.
- [45] Johann Shcarler and Kaufmann Sylvia. Financial systems and the cost channel transmission of monetary policy shocks. *Economic Modelling*, 26:40–46, 2009.
- [46] A. Singh. Financial liberalisation, stockmarkets and economic development. *Economic Journal*, 107:771–782, 1997.
- [47] J. E. Stiglitz. How to Reform the Global Financial System. *Harvard Relations Council International Review*, 25(1):54–59, 2003.

- [48] Vương Quân Hoàng. Một khuyến nghị cho tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong khó khăn của khủng hoảng kinh tế - tài chính toàn cầu. *Tạp chí Cộng sản điện tử*, 5(173), 2009.
- [49] Vương Quân Hoàng và Phạm Minh Chính. *Kinh tế Việt Nam: Thăng trầm và Đột phá*. Nhà xuất bản Chính trị Quốc Gia, Hà Nội, Việt Nam, 2009.
- [50] Quan Hoang Vuong and Andre Farber. Some new results on anomalies and herd behavior: Vietnam Stock Market. *Economic Studies Review (Vietnam)*, 44(9):1–54, 2004.
- [51] Quan Hoang Vuong and Tri Dung Tran. *Contemporary Issues in Finance*, chapter Financial Turbulences in Vietnam’s Emerging Economy: Transformation over 1991-2008 Period, pages 43–61. Excel Books, New Delhi, June 15, 2009.
- [52] Quan Hoang Vuong and Tri Dung Tran. Corporate Bond Market in the Transition Economy of Vietnam, 1990-2010. *The Journal of Economic Policy and Research*, 6(1):1–47, Oct 2010-Mar 2011.
- [53] Quan Hoang Vuong and Tri Dung Tran. The Cultural Dimensions of the Vietnamese Private Entrepreneurship. *ICFAI University Journal of Entrepreneurship Development*, VI(3 & 4):54–78, Sep. & Dec., 2009.
- [54] Quan Hoang Vuong, Tri Dung Tran, and T.C. Ha Nguyen. Mergers and Acquisitions Market in Vietnam’s Transition Economy. *Journal of Economic Policy and Research*, 5(1):1–54, 2010.
- [55] J. Wolfensohn. *Making Globalisation Work for the Poor of the World*. World Bank, 2003.