

Việc tự do hoá các giao dịch tài khoản vốn vẫn tiếp diễn, nhu cầu vốn nước ngoài đang cao và dự báo tăng trưởng hợp lý có thể cùng phối hợp làm gia tăng dòng vốn vào Việt Nam trong thời gian hội nhập kinh tế. Tuy nhiên, đôi khi một chính sách đầu tư phát triển có thể chịu áp lực do có sự gia tăng tính bất ổn của dòng vốn ngắn hạn, mà dòng vốn này có khả năng làm nhiễu loạn thị trường tài chính trong nước và tính bất ổn của nền kinh tế vĩ mô như đã xảy ra ở các nước Đông Á. Đối phó với vấn đề mất ổn định này, việc duy trì tính hợp lý của một nền kinh tế có lẽ là cách hữu hiệu nhất bù đắp những tác động tiêu cực của dòng vốn đầu cơ ngắn hạn. Nhưng suốt thời kỳ dòng vốn vào nhiều, chính phủ có thể dùng một số biện pháp ảnh hưởng đến mức độ và đặc điểm của dòng vốn vào như chính sách thuế tiền gửi ngân hàng ngắn hạn và những tài sản tài chính khác, như dự trữ bắt buộc đối với vốn vay nước ngoài, như những giới hạn thậm trọng đối với vốn vay nước ngoài của ngân hàng và những giới hạn tín dụng tiêu dùng. Nếu còn có thiếu sót thì thuế giao dịch tiền tệ chắc chắn sẽ là cách hữu hiệu nhất để giảm bớt tính mất ổn định của dòng vốn đầu cơ ngắn hạn. Thực nghiệm cho thấy kiểm soát vốn không làm giới hạn dòng vốn mà chỉ làm thay đổi thành phần dòng vốn vào nền kinh tế.

Trong những năm gần đây, phần lớn vốn đầu tư quốc tế đều chảy vào những nước đang phát triển ở châu Á. Mặc dù, phần quan trọng của dòng vốn đó vào thập niên 90 đều là vốn đầu tư gián tiếp, nhưng FDI vẫn là nguồn tài trợ bên ngoài quan trọng nhất ở những nước này. Nguyên nhân chính giúp cho các nước đang phát triển thu hút được một lượng vốn đầu tư nước ngoài là nhờ ở những kết quả phát triển kinh tế. Những nước Đông Á kể cả Trung Quốc là những vùng kinh tế năng động và phát triển nhanh nhất trên toàn cầu. Những triển vọng phát triển đầy hứa hẹn đã thu hút một lượng đầu tư lớn của nước ngoài vào khu vực này. Việc đầu tư như thế đã trở nên dễ dàng hơn khi những nước ở Đông Á bãi bỏ những quy định của thị trường nội địa và tự do hoá tài khoản vốn. Cải cách tài chính trong nước và mở cửa thị trường tài chính đã đơn giản hoá

Kiểm soát sự đảo ngược dòng vốn vào Việt Nam trong quá trình hội nhập

Thạc sỹ LÊ ĐẠT CHÍ

rất nhiều cho đầu tư nước ngoài vào chứng khoán nội địa. Việc đa phương hoá thương mại đã khuyến khích các giao dịch tài chính quốc tế nhằm thiết lập hướng phòng ngừa rủi ro tiền tệ và rủi ro thương mại. Việc phát triển các công cụ chứng khoán phái sinh như công cụ hoán đổi (swap), quyền chọn (option), hợp đồng tương lai (future), đã cho phép các nhà đầu tư quốc tế gánh chịu một vài rủi ro trong khi đó đã giới hạn những rủi ro khác. Cuối cùng, xu hướng giảm lãi suất và đa dạng hoá đầu tư chứng khoán đối với những nhà đầu tư quốc tế ở các nước công nghiệp cũng góp phần vào việc gia tăng dòng vốn đầu tư.

Có thể nói, trước xu hướng luân chuyển của dòng vốn quốc tế, một số nước trên thế giới đã có những chính sách nhằm thu hút dòng vốn vào và kiểm soát dòng vốn ra. Trước những lợi ích mà dòng vốn mang lại tính quyết định nhằm khuyến khích tỷ lệ đầu tư cao và mức tăng trưởng GDP ở Việt Nam và nhiều nước khác. Vào cùng thời điểm này, dòng vốn vào ngắn hạn mang tính đầu cơ đã làm suy yếu sự ổn định của nền kinh tế vĩ mô, do dòng vốn này làm biến động các biến tài chính chủ đạo kể cả biến tỷ giá. Vì thế một số nước đã sử dụng đến những biện pháp kiểm soát trực tiếp hay gián tiếp nhằm kiểm chế sự di chuyển của dòng vốn ngắn hạn, tránh sự đảo ngược dòng vốn vào. Những bất ổn của thị trường mà dòng vốn đã gây ra thì cái giá phải trả của lạm dụng kiểm soát vốn là không thể xem thường và vấn đề này có xu hướng tệ hơn theo thời gian, không nên lợi dụng và trông chờ vào kiểm soát vốn. Vấn đề sống còn cho các quốc gia vẫn là tập trung xây dựng lại và làm mạnh lên cơ cấu tài chính trong nước. Tuy nhiên, có thể nói kiểm soát vốn là một phần không thể thiếu được trong bất kỳ nền kinh tế nào bởi rất khó để xây dựng một chính sách tiền tệ hoàn hảo đủ sức kiểm soát và điều tiết mọi tác động của các dòng lưu chuyển

tài chính. Ngoài ra, theo một số lý thuyết, kiểm soát vốn nếu được sử dụng phù hợp với tình hình tài chính – tiền tệ quốc gia và được áp dụng với một mức độ tương xứng sẽ mang đến nhiều lợi ích hơn cho nền kinh tế so với những khiếm khuyết của nó.

Lựa chọn chính sách quản lý dòng vốn vào

Những phân tích và dự báo về dòng vốn vào Việt Nam trong những năm qua và trong thời gian tới đã cho chúng ta thấy được khả năng gia tăng các dòng vốn vào là rất cao. Trước tình hình đó, tôi nhận thấy sẽ có những bất ổn khi tài khoản vốn được mở cửa tiến dần đến tự do hoá. Vì vậy, việc nhận định ra những bất ổn đó là điều rất cần thiết. Dưới đây, xin đưa ra những giải pháp quản lý và kiểm soát dòng vốn tránh sự đảo ngược dòng vốn vào Việt Nam trong quá trình hội nhập.

Nhằm giảm nhẹ những tác động tiêu cực mà cao trào dòng vốn mang lại, chính phủ cần phải đề cao hơn nữa tính hợp lý và thiết thực của nền kinh tế. Điều đó sẽ tăng khả năng của hệ thống tự điều chỉnh. Vì vậy, những lúc dòng vốn vào đột ngột có khả năng đe dọa tính ổn định của nền kinh tế và thị trường tài chính, chính phủ cần phải có các biện pháp chính sách thích đáng tối thiểu làm nền tảng tạm thời.

Chính sách then chốt, đặc biệt đối với dòng vốn vào kéo dài, nhằm ổn định vừa tỷ giá vừa cung tiền đó là can thiệp của chính phủ bằng vô hiệu hoá. Vô hiệu hoá trong việc phát hành chứng khoán ngân hàng trung ương hoặc trong việc gia tăng dự trữ bắt buộc đều mắc phải những thiếu sót, đặc biệt khi sử dụng biện pháp này trong những thời gian lâu dài. Chính điều này sẽ hình thành chi phí tài chính, miễn là lãi suất chứng khoán ngân hàng trung ương cao hơn lãi suất dự trữ ngoại hối. Cho nên, việc chi trả lãi suất cho chứng khoán

ngân hàng trung ương tăng theo cung tiền và kết quả áp lực lạm phát cũng bị tăng theo, đến lượt áp lực lạm phát là nguyên nhân tăng tỷ giá thực. Hơn nữa vô hiệu hoá đã tạo ra một vòng luẩn quẩn về dòng vốn vào vì vô hiệu hoá mở rộng chênh lệch lãi suất trong nước và nước ngoài. Vì vậy, vô hiệu hoá không phải là biện pháp có thể đối phó với dòng vốn vào lâu dài được.

Trong trường hợp có cao trào về dòng vốn, một sự thay đổi đột ngột theo chiều hướng và mức độ luân chuyển của dòng vốn đầu cơ sẽ có một biện pháp tiềm năng thực tế để đối phó với việc mất ổn định thị trường tài chính trong nước. Trong hoàn cảnh tài chính thế giới hiện nay, bàn bạc về dòng vốn ngắn hạn hay dài hạn trở nên ít hiệu dụng. Mà chỉ nói đến tốc độ và sự dễ dàng của dòng vốn vào thì những hình thức khác nhau sẽ hợp lý hơn. Tốc độ và sự dễ dàng một phần do chức năng của tài sản vốn (hoặc tài sản nợ) theo đúng nghĩa và phần là do vấn đề kiểm soát và việc nắm quyền mà các nhà làm qui chế đã áp dụng trong một thị trường riêng biệt (như là những hạn chế hoạt động của một số loại vốn nào đó). Trong những thị trường tài chính được tự do hoá, thì vốn đầu tư gián tiếp nhìn chung khá hoàn toàn lưu động.

Việc sử dụng đồng thời các chính sách tiền tệ, tài khoá và tỷ giá nhằm khuyến khích dòng vốn ra thông thường không đủ để đối phó với cao trào dòng vốn vào. Trong những lúc như thế, các nhà chức trách có thể đánh thuế các giao dịch ngoại hối hoặc dùng các biện pháp kiểm soát trực tiếp như hạn chế lượng nội tệ mà người nước ngoài có thể mua được, hạn chế những ngân hàng có thể cho vay vốn nước ngoài và tăng dự trữ bắt buộc.

Tiền gửi bắt buộc có tính thay đổi (VDR)

Đặt ra tiền gửi bắt buộc có tính thay đổi đối với dòng vốn vào, điều này có nghĩa là đã đặt ra các mức dự trữ tùy theo loại vốn vào và điều kiện hoàn cảnh của dòng vốn vào, để giảm số lượng vốn vào. VDR đơn giản là thực tế ngân hàng đòi hỏi phải có số dư bù trừ cho các khoản vay nhằm tăng lãi suất thực tế. Hơn nữa, VDR thực hiện như một loại thuế tiềm ẩn đánh vào các giao dịch vốn để giảm cầu bằng cách tăng chi phí.

VDR có hiệu quả đối với thị trường hơn là hạn chế về lượng nhưng vì VDR hạn chế các công ty trong nước tiếp cận với nguồn tài chính quốc tế. Nói chung trên thực tế FDI là vốn đầu tư dài hạn và đã góp phần vào việc phát triển nền kinh tế của nước nhà, vì thế bình thường VDR không bị hạn chế gì cả. Thực tế rất khó đặt ra VDR đối với vốn đầu tư gián tiếp, VDR chỉ đặt ra cho vốn vay nước ngoài của cư dân Việt Nam.

Tỷ lệ dự trữ có thể điều chỉnh tùy theo lượng vốn vào, nhưng không thay đổi theo thời gian dài hạn. Lãi suất thực đối với dòng vốn vay nước ngoài (R) tương đương với lãi suất nước ngoài R_x chia cho một tỷ lệ dự trữ (D) cộng với tỷ lệ giảm giá mong muốn trong thời gian vay vốn (Ex), thành ra:

$$R = (R_x / (1 - D)) + Ex.$$

Lãi suất trong nước thay cho lãi suất thực, có nghĩa là làm cho chi phí vốn vay nước ngoài bằng với chi phí vốn vay trong nước – sẽ cho phép chúng ta giải được phương trình trên để tìm ra tỷ lệ dự trữ (D). Dự trữ bắt buộc này sẽ được gửi vào tài khoản ngoại tệ không sinh lời tại ngân hàng trung ương cho đến khi hoàn trả các khoản vay.

Do VDR ngăn cản việc tiếp cận nguồn tài chính nước ngoài có khả năng làm tăng tính cạnh tranh của các ngân hàng và công ty trong nước, cho nên sử dụng VDR cần được hạn chế đối với những giai đoạn có dòng vốn vào nhiều do tăng nhanh tỷ giá hoặc tăng đáng kể các chênh lệch về lãi suất. VDR tỏ ra có hiệu quả tối thiểu trong một thời gian ngắn và trong những tình huống như thế.

Vào đầu thập niên 70, nước Úc đã sử dụng chính sách này trong lúc đang có thặng dư cán cân thanh toán nhưng vẫn có thâm hụt tài khoản vãng lai. Tăng nhanh lãi suất trong nước nhờ vào chính sách tiền tệ thắt chặt đã phát sinh những mong muốn tăng tỷ giá do vậy dẫn đến dòng vốn vào lớn. Chính phủ nước này đã đặt ra dự trữ bắt buộc không sinh lời đối với dòng vốn vay nước ngoài trên 10.000 đôla Úc. Điều này đã giảm được lượng vốn vào. Tỷ lệ dự trữ lúc đầu là 25% nhưng sau đó được điều chỉnh tùy theo lượng vốn vào.

Vào tháng 01.1995, bằng nỗ lực hạn chế dòng vốn vào ngắn hạn, Malaysia đã vay vốn bằng ngoại tệ từ những tổ chức ngân hàng nước ngoài tùy

thuộc vào dự trữ bắt buộc. Đây là một loại của VDR với cùng một tỷ lệ dự trữ đặt ra không tính đến số lượng của vốn vay nước ngoài. Dự trữ này, cùng với những hạn chế khác về dòng vốn vào được thực thi đầu năm 1994, đã góp phần vào việc giảm số lượng vốn nước ngoài vào.

Trường hợp Hàn Quốc, khung pháp lý để hình thành VDR là thích hợp, nhưng không bao giờ được sử dụng. Tác động của nó đối với dòng vốn vào chắc chắn là rất nhỏ vì vay vốn nước ngoài của cư dân địa phương không quan trọng so với vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp. Chính phủ nước này tiếp tục trực tiếp hạn chế vay vốn nước ngoài đối với các công ty trong nước và hạn chế các định chế tài chính. Tuy vậy, khi những hạn chế này được nới lỏng thì lượng vốn vay như thế được mong muốn tăng nhanh.

Trái lại, VDR rõ ràng có hiệu quả trong khi cắt giảm dòng vốn vào Indonesia và Thái Lan, nơi mà vốn vay nước ngoài của cư dân địa phương là một phần rất lớn trong dòng vốn vào. Tuy nhiên, chính phủ Thái Lan có lẽ đã miễn cưỡng dùng chính sách VDR bởi vì Thái Lan tự cho mình là trung tâm tài chính khu vực, và một hoạt động như thế sẽ cản trở một sự phát triển.

Đánh thuế vào những giao dịch ngoại hối

Thuế giao dịch được sử dụng ở một số thị trường tài chính ví dụ như thị trường tài chính Hàn Quốc và Nhật Bản cho dù tỷ lệ rất thấp. Thuế giao dịch ngoại hối cả thuế bề nổi lẫn thuế tiềm ẩn như là phương tiện ngăn cản dòng vốn vào đầu cơ ngắn hạn đã được phân tích trên phạm vi rộng. Thuế bề nổi đối với các giao dịch ngoại hối được tranh luận rộng rãi ở các nước kinh tế công nghiệp và các tổ chức quốc tế như UN và IMF, nhưng không được áp dụng ở một nước nào cả. Còn thuế giao dịch tiền tệ được thực hiện rộng rãi. Cũng có câu hỏi rằng loại thuế này có nên đặt ra cho giao dịch ngoại hối có liên quan đến tài khoản vãng lai hay không. Một loại thuế như thế sẽ làm tăng chi phí đối với những giao dịch mua bán hàng hoá và dịch vụ và vì vậy, thuế này có lẽ làm giảm mất tính cạnh tranh xuất khẩu. Để tránh xảy ra vấn đề này, thuế này có lẽ nên hạn chế dùng trong giao dịch các tài khoản

vốn, đặc biệt đầu tư của những người không cư trú vào cổ phiếu nội địa, trái phiếu nội địa và những công cụ tài chính ngắn hạn khác. Thuế này cũng được bao gồm cả chứng khoán phái sinh tài chính do chúng bắt buộc các công cụ tài chính theo lối cổ truyền.

Nói chung, loại thuế này được dùng khi các nhà đầu tư nước ngoài mua và bán tiền tệ có liên quan đến các công cụ tài chính. Bởi vì họ phải trao đổi đồng tiền nước ngoài để lấy tiền trong nước ở những định chế tài chính trong nước. Việc quản lý thuế sẽ không khó khăn như lúc ban đầu. Hơn nữa, ở nhiều nước như Hàn Quốc các nhà đầu tư nước ngoài phải đăng ký và đầu tư ở những định chế tài chính mà họ đã lựa chọn, và vì thế né tránh loại thuế này là khó khăn hơn các loại thuế khác.

Có nhiều con đường để tiếp cận loại thuế giao dịch này. Thuế này được đặt ra đối với người mua hoặc người bán tiền tệ trong nước hoặc cho cả hai. Đánh thuế theo một cuộc mua bán xoay vòng đối với giao dịch ngoại hối thì sẽ có hiệu quả hơn. Thuế suất có thể điều chỉnh tùy theo mức độ mở cửa của thị trường vốn và mức độ dòng vốn ngắn hạn. Có thể nói rằng ảnh hưởng của một loại thuế có liên quan đến thời hạn đầu tư.

Thuế tiềm ẩn đòi hỏi các nhà đầu tư nước ngoài phải có một khoản tiền gửi không sinh lãi tại ngân hàng trung ương lúc họ muốn bán ngoại tệ để đổi lấy tiền tệ trong nước. Ví dụ ở Ý vào thập niên 70 và Tây Ban Nha vào năm 1992. Không như loại thuế bề nổi, loại thuế này hạn chế đầu tư dài hạn nếu như thời hạn tiền gửi bằng thời hạn đầu tư. Điều này có thể được hạn chế bằng cách đưa ra cùng thời hạn tiền gửi đối với tất cả mọi giao dịch, một mặt đủ lâu để giảm dần tỷ suất sinh lợi đối với đầu tư ngắn hạn xuống đến mức những giao dịch này không còn tính hấp dẫn nữa. Mặt khác, khi quyết định tỷ lệ dự trữ cần phải thận trọng, vì nếu như tỷ lệ này quá cao thì nó sẽ hạn chế đầu tư dài hạn, nếu quá thấp thì sẽ không đạt được mục đích đặt ra thuế này.

Cho dù hệ thống giao dịch tiền tệ này có rõ ràng hay phức tạp thì sớm muộn gì thị trường tài chính cũng tìm cách để lách thuế. Một trong những cách có thể lách thuế được là tăng giao dịch tiền tệ qua biên giới chứ không qua thị trường ngoại hối trong nước. Để tránh

được điều này, một hệ thống thuế, giao dịch cũng như mua bán ngoại hối đều bị đánh thuế, được hình thành như Dornbusch đã đề cập (1995). Vì vậy, chi phí cho việc quản lý một hệ thống thuế như thế quá cao nên không thể thực hiện được. Như Dornbusch (1995) đã trình bày, thuế cũng sẽ gia tăng bù trừ của dòng vốn vào và ra nước ngoài, điều này làm giảm hiệu quả của hệ thống thuế. Hơn thế nữa, thậm chí hệ thống thuế này cũng không thể ngăn cản thị trường tài chính khỏi việc lách thuế bằng cách phát triển những dòng vốn phái sinh phức tạp.

Thuế giao dịch ngoại hối làm gia tăng chi phí giao dịch, trên lý thuyết chi phí này sẽ là rào cản hoạt động dòng vốn đầu tư ngắn hạn. Tuy nhiên, nhiều nhà nghiên cứu nghi ngờ về tính hiệu quả của nó. Họ cho rằng những nghiên cứu có kinh nghiệm không chứng minh được mối liên quan giữa chi phí giao dịch và tính mất ổn định của thị trường tài chính trong nước. Điều này chứng tỏ rằng thuế giao dịch ngoại hối không làm giảm đi tính mất ổn định tỷ giá và giá cổ phiếu.

Cho dù loại thuế này có thực hiện đi nữa thì nó vẫn còn tồn tại những thiếu sót. Bằng cách giảm tỷ suất sinh lợi đối với cổ phiếu trong nước, ở một chừng mực nào đó thì thuế này sẽ làm cho cổ phiếu trong nước ít hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài hơn và nó sẽ làm giảm tính thanh khoản (lượng giao dịch). Thuế này có thể làm cho thị trường ngoại hối mất tính ổn định hơn. Thêm vào đó, những vấn đề về vốn cổ phần sẽ tăng nếu như thuế này chỉ được áp dụng đối với những người dân không cư trú. Tuy nhiên nếu Việt Nam muốn trở thành trung tâm tài chính quốc tế thì đòi hỏi phải tự do hoá và quốc tế hoá thị trường tài chính nội địa và thuế giao dịch ngoại hối không phù hợp cho cả hai (tự do hoá và quốc tế hoá).

Dù sao, thuế giao dịch muốn có những tác động như mong muốn thì nó phải được thực hiện một cách uyển chuyển đi cùng với một loại thuế khác có thể điều chỉnh được tùy vào lượng vốn ngắn hạn. Thuế này sẽ hỗ trợ kéo dài thời gian đầu tư của các nhà đầu tư nước ngoài và thay đổi thành phần tham gia của người nước ngoài ở thị trường tài chính trong nước từ thương mại cho đến đầu tư. Mặc dù thuế này không giảm được tính mất ổn định của giá cổ phiếu

và trái phiếu, nhưng ít nhất nó cũng quản lý được tốc độ tiến triển của dòng vốn này (Dornbusch - 1995). Tiền thu được dùng để tăng cường tính ổn định của thị trường ngoại hối.

Malaysia đã thực hiện kiểm soát trực tiếp dòng vốn vào trong năm 1994 vì dòng vốn đầu cơ ngắn hạn gia tăng làm suy yếu tính ổn định của nền kinh tế và thị trường tài chính. Không cần thiết phải sử dụng thuế giao dịch tiền tệ.

Thái Lan và Indonesia đã trải qua một giai đoạn hỗn loạn thị trường tài chính do dòng vốn ra đột ngột vì chịu ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng kinh tế Mexico và khủng hoảng Châu Á 1997. Tuy nhiên, với mong muốn của 2 nước này là phản đối hoặc ít nhất là bất đắc dĩ đặt ra thuế giao dịch, bởi vì họ có cảm nhận rằng thuế này sẽ làm giảm lượng vốn sẵn có để phát triển nền kinh tế trong nước. Ở cả hai nước này nhu cầu về vốn đầu tư trong nước cần với tỷ lệ cao vẫn tiếp tục trong tương lai. Thuế này đem lại nhiều khó khăn hơn cho tài trợ nước ngoài, nên Thái Lan và Indonesia sẵn sàng chấp nhận tính mất ổn định trong hoạt động vốn, miễn sao toàn bộ vốn nước ngoài có thể là vốn đầu cơ ngắn hạn hoặc là không, vẫn góp phần vào sự nghiệp phát triển kinh tế. Cả hai nước này cũng cảm thấy rằng việc đặt ra thuế giao dịch tiền tệ sẽ gây thiệt hại cho thị trường tài chính đang còn sơ khai, và mang lại những khó khăn đối với các nước công nghiệp mà ở đó các nhà đầu tư chủ yếu đang sống.

Những bất ổn của thị trường tài chính sẽ trở nên trầm trọng hơn khi tài khoản vốn tiến dần về tự do hóa. Việc nhận định ra những bất ổn đó là điều rất cần thiết cho việc xây dựng nên hệ thống giải pháp. Những vấn đề trên nhằm đưa ra để hỗ trợ việc kiểm soát dòng vốn vào Việt Nam nhằm tránh sự đảo ngược dòng vốn trong quá trình hội nhập kinh tế ■

Tài liệu tham khảo

1. Global development finance 2004 – World Bank
2. Capital Flow and Capital Control – Prof. Robert Weiner
3. Capital controls – Jomo K.S.
4. Managing Foreign Capital Flows: The Experiences of Korea, Thailand, Malaysia and Indonesia – Working Paper No. 163
5. Control on Capital Inflows Do They Work? – Working Paper No. 7645 – National Bureau of Economic Research