

THẬN TRỌNG TRONG XÂY DỰNG LỘ TRÌNH TỰ DO HOÁ GIAO DỊCH VỐN CỦA VIỆT NAM

TS. HẠ THỊ THIỀU DAO



VN nên tự do hoá giao dịch vốn như thế nào? Để trả lời vấn đề này tác giả đã tìm hiểu lý thuyết về tự do hoá giao dịch vốn, nghiên cứu điển hình về tự do hoá giao dịch vốn thành công và thất bại, đánh giá mức độ tự do hoá giao dịch vốn ở VN, đánh giá các điều kiện cần thiết để đảm bảo tự do hoá giao dịch vốn thành công và đưa ra một lộ trình tự do hoá giao dịch vốn cho VN.

Tự do hoá giao dịch vốn là quá trình giảm thiểu sự can thiệp trực tiếp của Chính phủ vào giao dịch vốn và tiến tới dỡ bỏ dần các biện pháp hạn chế giao dịch vốn. Tự do hoá giao dịch vốn thường được thực hiện ở các mức từ thấp đến cao, từ cho phép người không cư trú được sở hữu các tài sản tài chính đến cho phép người cư trú được sở hữu tài sản tài chính ở nước ngoài và cuối cùng là cho phép tài sản đầu tư tài chính được tự do giữ lại và trao đổi trên thị trường nội địa.

Tự do hoá giao dịch vốn là đoạn đường cần phải đi qua trên con đường phát triển. Về lý thuyết, tự do hoá giao dịch vốn đem đến nhiều lợi ích đặc biệt là đa dạng hoá nhiều luồng vốn đầu tư phát triển kinh tế xã hội. Tuy nhiên, qua nghiên cứu thực nghiệm cho thấy có rất ít bằng chứng về mối quan hệ tỷ lệ thuận giữa tự do hoá giao dịch vốn và tăng trưởng kinh tế [1], thậm chí tự do hoá giao dịch vốn không đem lại lợi ích cho các nước đang

phát triển, đặc biệt là các nước có hệ thống tài chính và ngân hàng yếu kém, dễ vỡ và dễ bị tổn thương.

Trong khi đó nếu tự do hoá giao dịch vốn không tiến hành theo lộ trình hợp lý và thiếu đồng bộ với những chính sách vĩ mô khác thì thị trường tài chính trong nước có thể bị thao túng bởi các thế lực bên ngoài. Một số nguy cơ mà tự do hoá tài chính có thể tạo ra:

(i) Nguy cơ tiền tệ hay đúng hơn là nguy cơ mất giá nội tệ do chính sách tỷ giá hối đoái không hợp lý và nhà đầu tư nước ngoài dễ dàng chuyển vốn ra nước ngoài. Biện pháp đối phó với tình huống này là phải có đủ lượng ngoại tệ dự trữ như trường hợp của Trung Quốc, Hồng Kông và Singapore trong đợt khủng hoảng tài chính 1997-1999;

(ii) Nguy cơ tiền tháo chạy do thiếu các biện pháp kiểm soát dòng vốn ngắn hạn. Để đối phó với các nguy cơ này, có thể tham khảo một số kinh nghiệm của các nước như Chilê: Nhà đầu tư nước ngoài đầu tư gián tiếp phải giữ tiền mặt trong nước tối thiểu một năm và từ tháng 9/1998, các nhà đầu tư tài chính nước ngoài phải đóng một loại thuế dưới dạng nộp vào quỹ dự trữ 30% tổng số tiền cho vay nhưng không được hưởng lợi tức. Đồng thời, đánh thuế 1,2% trên toàn bộ vốn đưa vào không kể thời hạn. Ngoài ra, việc hạn chế đổi

ngoại tệ cũng góp phần ngăn chặn nguy cơ tiền tháo chạy;

(iii) Nguy cơ vỡ nợ do sử dụng tiền vay ngắn hạn để đầu tư dài hạn như trường hợp của Thái Lan 1997-1999. Nguy cơ này càng nghiêm trọng khi xảy ra biến động tỷ giá hối đoái, giá bất động sản, đặc biệt là biến động giá trị của tài sản thế chấp vay ngân hàng và giá chứng khoán. Để “hoá giải” nguy cơ này, Chính phủ phải có hệ thống giám sát tài chính hiệu quả, nhằm ngăn chặn những khoản đầu tư quá nhiều rủi ro. Ngoài ra, có thể sử dụng một số biện pháp hạn chế chuyển đổi tiền tệ và kiểm soát chặt các luồng vốn ngắn hạn từ bên ngoài;

(iv) Nguy cơ mất chủ quyền là vấn đề mà quốc gia nào cũng lo ngại khi tự do hoá tài chính. Bởi khi xảy ra biến cố, Chính phủ buộc phải hy sinh một số mục tiêu kinh tế xã hội, siết chặt ngân sách, giảm các chỉ tiêu tăng trưởng và chương trình xã hội, chấp nhận trợ giúp nước ngoài” v.v..[2]

Như vậy, tự do hoá giao dịch vốn vừa đem đến những lợi ích vừa kéo theo những rủi ro và mỗi quốc gia khi quyết định dấn thân vào tiến trình này phải hết sức cẩn trọng: Nghiên cứu kinh nghiệm thành công và thất bại của các nước đi trước; nghiên cứu xuất phát điểm hiện tại của quốc gia; và xem xét những điều kiện tiên quyết để đảm bảo tự do hoá giao dịch vốn thành công.

Đối với VN, người viết đề nghị nghiên cứu kinh nghiệm của Trung Quốc qua tiến trình tự do hoá các giao dịch vốn bởi vì thị trường tài chính VN và Trung Quốc có nhiều điểm tương đồng. Trình tự mở cửa thị trường tài chính của Trung Quốc được xây dựng trên cơ sở thừa nhận sự yếu kém của hệ thống tài chính - ngân hàng, đánh giá mức độ rủi ro và thực hiện tự do hoá thận trọng, với những bước đi rất cụ thể, đặc biệt là xây dựng những điều kiện tiên đề. Muốn đảm bảo tự do hoá giao dịch vốn thành công cần những điều kiện tiên đề: (i) Phải có hệ thống tài chính vững mạnh: tỷ lệ cho vay/GDP thấp, nợ xấu thấp, hệ thống giám sát hữu hiệu và hệ thống văn bản pháp luật nhất quán; (ii) Phải có ít nhất một trong hai chính sách lãi suất và tỷ giá linh hoạt; (iii) Vấn đề rủi ro đạo đức phải được giảm thiểu; (iv) Tài chính lành mạnh, giảm thâm hụt ngân sách; và (v) Có thâm hụt cán cân vãng lai bền vững và lạm phát thấp [3]. Ngoài ra đối với giao dịch vốn ngắn hạn cần một số điều kiện tiên quyết: Tự do hoá thương

mại, đảm bảo thâm hụt ngân sách dưới 5% GDP, tự do hoá tài chính trong nước, giảm sở hữu nhà nước trong các ngân hàng xuống dưới 40%, và xây dựng hệ thống các quy định và cơ chế giám sát thận trọng, điều chỉnh theo hướng thị trường. Hầu hết điều kiện tiên quyết này phải được thiết lập trước khi bỏ hoàn toàn kiểm soát luồng vốn ngắn hạn trong vòng 2 năm [4] .

Tuy nhiên, mỗi quốc gia có những đặc thù riêng và bối cảnh tự do hoá giao dịch vốn cũng khác do vậy VN cần phải vận dụng theo cách của mình.

Trước tiên, cần xem xét VN đã tự do hoá tài chính đến mức nào

• Đối với giao dịch vãng lai

VN đã hoàn toàn tuân thủ các nghĩa vụ tại Điều VIII của Hiến chương IMF về thanh toán tài khoản vãng lai và chuyển tiền quốc tế. Ngày 8/11/2005, IMF đã chính thức công bố việc VN tuân thủ Điều VIII của Điều lệ IMF và ngày 05/01/2006, IMF có thông cáo báo chí chính thức công nhận VN đã thực hiện tự do hoá giao dịch vãng lai. Cụ thể: (i) Người cư trú và người không cư trú được phép mở và duy trì tài khoản ngoại tệ tại các ngân hàng được phép hoạt động ngoại hối ở VN; (ii) Người cư trú là công dân VN được phép mua, chuyển và mang ngoại tệ ra nước ngoài nhằm phục vụ các mục đích như đi du lịch, học tập, chữa bệnh, trả tiền hội viên, và các loại phí khác hoặc nhằm mục đích trợ cấp hoặc thừa kế cho gia đình và người thân ở nước ngoài, trên cơ sở xuất trình các giấy tờ có liên quan theo quy định của NHNN; và (iii) Người cư trú là người nước ngoài có thu nhập hợp pháp bằng ngoại tệ được chuyển hoặc mang tiền ra khỏi VN, và được phép chuyển đổi thu nhập bằng đồng VN sang ngoại tệ tại các ngân hàng được phép hoạt động ngoại hối ở VN trên cơ sở xuất trình các chứng từ có liên quan và xác nhận đã hoàn thành nghĩa vụ tài chính theo quy định của pháp luật.

• Đối với hoạt động đầu tư trực tiếp vào VN

Đối với đầu tư trực tiếp do người không cư trú chuyển vào, VN hầu như không có cản trở nào trừ quy định liên quan đến lĩnh vực đầu tư có điều kiện được đề cập trong Điều 29, Luật đầu tư. Tuy nhiên cần lưu ý đến việc VN cho phép các doanh nghiệp FDI góp vốn bằng các khoản vay nên FDI ở VN đã kéo theo một khoản vay nước ngoài khá lớn và ngày càng gia tăng (Bảng 1).

KÍCH THÍCH KINH TẾ & GIẢI PHÁP TÀI CHÍNH TIỀN TỆ

Bảng 1: Cơ cấu vốn FDI 1993- 2008 (Đơn vị: triệu USD)

Chỉ tiêu	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 ^e	2007 ^e	2008 ^e
Vốn cổ phần	594	454	791	891	1.002	240	301	977	1.067	1.904	1.294	1.283	1.204	1.605	1.896	2.086
Vốn vay	238	594	989	921	1.072	560	399	124	185	141	600	595	750	795	936	1.030
Vốn cổ phần/ Tổng vốn (%)	71	43	44	49	48	30	43	89	85	93	68	68	62	67	67	67
Thanh toán nợ của FDI			36	55	174	372	603	601	819	414	590	536	524	643	793	952

Ghi chú: e Số dự kiến

Nguồn: Thành (2002), IMF (2003), IMF (2005), IMF (2007).

- Đối với phần chi tiêu dùng của người không cư trú chuyển ra ra nước ngoài, VN xem như giao dịch vãng lai.

- Trước 1/1/2004 các khoản chuyển tiền, rút vốn của quỹ đầu tư, trả cổ tức, thanh toán các khoản vay trực tiếp nước ngoài qua dự án bị đánh thuế và chỉ được chuyển sau mỗi một quý theo thông tư 04/2001/TT-NHNN ngày 18/5/2001 của NHNN. Nhưng từ ngày khi Luật đầu tư nước ngoài hết hiệu lực mà thay vào đó là Luật đầu tư 59/2005/QH11 và Luật doanh nghiệp thì thông tư 04/2001/TT-NHNN có đối tượng điều chỉnh là các nhà đầu tư được đề cập trong Luật đầu tư nước ngoài cũng hết hiệu lực theo. Như vậy hiện thời, VN không có văn bản nào giới hạn thời gian, số tiền chuyển ra liên quan đến các khoản FDI được đề cập ở trên trừ rào cản khả năng tiếp cận ngoại tệ và hoàn thành nghĩa vụ thuế.

• Đầu tư trực tiếp ra nước ngoài (ĐTT-TRNN)

VN bắt đầu chính thức cho phép các doanh nghiệp ĐTTTRNN từ năm 1999, các văn bản chủ yếu điều chỉnh hoạt động này bao gồm: Nghị định 78/2006/NĐ-CP, 121/2007/NĐ-CP quy định việc đầu tư ra nước ngoài, Quyết định 1175/2007/ QĐ-BKH Ban hành mẫu các văn bản thực hiện thủ tục ĐTTTRNN, Nghị định 121/2007/NĐ-CP quy định về ĐTTTRNN trong hoạt động dầu khí, Thông tư 97/2002/TT-BTC hướng dẫn thực hiện nghĩa vụ thuế đối với doanh nghiệp VN đầu tư ra nước ngoài, Thông tư 10/2006/TT-NHNN, hướng dẫn việc tổ chức tín dụng cho khách hàng vay để ĐTTTRNN, Quyết định 09/2008/QĐ-NHNN quy định về đối tượng cho vay vốn bằng ngoại tệ. Trong bài viết này chúng tôi đặc biệt quan tâm đến các văn bản liên quan đến việc chuyển lợi nhuận vào và ra: (i) Thông tư số 01/2001/TT-

NHNN ngày 19/01/2001 hướng dẫn cụ thể về quản lý ngoại hối đối với DNVN có vốn ĐTRNN trong đó quy định doanh nghiệp phải chuyển lợi nhuận về chậm nhất là 6 tháng sau khi kết thúc năm tài chính; (ii) Thông tư số 04/2005/TT-NHNN ngày 26/08/2005, về mở rộng các nguồn ngoại tệ mà DNVN được phép sử dụng để chuyển ra nước ngoài góp vốn đầu tư, thực hiện dự án đầu tư; (iii) Nghị định số 160/2006/NĐ-CP, ngày 28/12/2006 Chính phủ đã ban hành quy định chi tiết thi hành Pháp lệnh ngoại hối.

Như vậy, trừ những rào cản mang tính kỹ thuật như: (i) Những dự án có giá trị trên 15 tỷ đồng phải thẩm tra khi cấp Giấy chứng nhận đầu tư và (ii) Mở được tài khoản tại ngân hàng phục vụ việc chuyển tiền ra nước ngoài đầu tư doanh nghiệp phải chứng minh được dự án đầu tư, giấy phép đầu tư do nước ngoài cấp nhưng muốn có giấy phép đầu tư doanh nghiệp phải làm thủ tục xin “giấy phép khảo sát thị trường để tìm cơ hội” và phải mang theo một khoản tiền khá lớn (trong khi chưa có tài khoản), những văn bản trên cho thấy quy định quản lý dòng vốn đầu tư trực tiếp ra nước ngoài đã ngày càng thông thoáng hơn nhưng quy định chuyển ngoại tệ về chưa chặt chẽ và chưa có biện pháp chế tài.

• Đầu tư gián tiếp

VN chưa cho phép người cư trú đầu tư gián tiếp ra nước ngoài. Đối với người không cư trú, theo quy chế hoạt động của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán VN (Ban hành kèm theo Quyết định số 121/2008/QĐ-BTC ngày 24/12/2008 của Bộ trưởng Bộ Tài chính), người không cư trú được phép mua bán trái phiếu, cổ phiếu. Nhà đầu tư nước ngoài có thể thực hiện việc nắm giữ tại VN hoặc ở nước ngoài vì hiện nay doanh nghiệp

VN đã được phép phát hành cổ phiếu và trái phiếu ra nước ngoài. Như vậy trừ rào cản kỹ thuật liên quan đến tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài, VN không giới hạn luồng vốn vào.

Liên quan đến luồng vốn gián tiếp chuyển ra, các văn bản điều chỉnh bao gồm: Pháp lệnh ngoại hối, Nghị định 160 hướng dẫn Pháp lệnh ngoại hối, Thông tư 1550/2004/QĐ-NHNN ngày 06/12/2004 về quản lý ngoại hối đối với việc mua, bán chứng khoán của nhà đầu tư nước ngoài tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán đều không giới hạn việc chuyển vốn ra trừ một nội dung “sau khi hoàn thành nghĩa vụ thuế” (thường thực hiện vào cuối năm tài khoá) và “phải chuyển ngoại tệ về nước sau 30 ngày mua được ngoại tệ”.

Như vậy, từ trước đến nay về mặt văn bản chỉ có Thông tư 124/2004/TT-BTC (thông tư này đã hết hiệu lực khi Luật đầu tư thay thế cho Luật đầu tư nước ngoài) quy định thời gian chuyển vốn và lợi nhuận ra ít nhất là 1 quý. Tuy nhiên, qua thông tin người viết có được từ phỏng vấn các chuyên gia cho thấy trên thực tế đa số các ngân hàng, các quỹ đầu tư, các công ty chứng khoán đều không quan tâm đến Thông tư này, mà chỉ chuyển đổi ngay lập tức qua lại giữa hai tài khoản tiền Việt và ngoại tệ của khách hàng và chuyển tiền ra ngay lập tức khi còn số dư.

Nói cách khác, VN không giới hạn dòng vốn gián tiếp vào cũng như ra. So với Trung Quốc, một quốc gia có dự trữ ngoại hối lớn, tiềm năng kinh tế mạnh, VN đã mở cửa cho dòng vốn ngắn hạn vào và ra khỏi thị trường chứng khoán khá nhanh.

Việc tự do hoá dòng vốn ngắn hạn này gây nhiều lo lắng vì quy mô đầu tư gián tiếp ngày càng lớn (theo thống kê của IMF [5] dòng vốn gián tiếp ròng vào VN năm 2005, 2006, 2007 lần lượt là 115 triệu, 1.313 triệu và 6.243 triệu USD). Năm 2006, qui mô vốn hoá thị trường chứng khoán chính thức so với GDP là 22,7% , năm 2007 là 43,7% vượt qua mục tiêu Chính phủ VN đề ra là mức vốn hoá thị trường bằng 30% GDP vào năm 2010. Có nhiều nguyên nhân của sự gia tăng và đều khá bền vững: (i) Sự cải thiện trong môi trường pháp luật liên quan đến hoạt động chứng khoán như Luật chứng khoán, Pháp lệnh ngoại hối, các thông tư hướng dẫn; và (ii) Sự kỳ vọng về tăng trưởng mạnh mẽ

và bền vững của nền kinh tế VN cùng quá trình cổ phần hoá mạnh mẽ các doanh nghiệp nhà nước. Ngoài ra nhà đầu tư nước ngoài chưa có biểu hiện rút vốn vì: (i) Đa số nhà đầu tư đều là nhà đầu tư tổ chức, đầu tư trung - dài hạn; (ii) Không phải dễ dàng mua được ngoại tệ để chuyển vốn; và (iii) Thị trường VN đang được đánh giá là rất tốt cho các cơ hội đầu tư.

Tuy nhiên với cơ chế hiện tại khá thoáng của đầu tư gián tiếp trong khi thông tin cụ thể về lượng đầu tư chưa được thống kê đầy đủ, dự trữ của VN có tăng nhưng chỉ vừa đạt ngưỡng an toàn, và VN chưa xây dựng một cơ chế giám sát luồng vốn hiệu quả thì việc kiểm soát và đối phó với hiện tượng thoát vốn khi thị trường có dấu hiệu bất ổn không phải là dễ dàng.

• Vay, trả nợ nước ngoài.

Người cư trú là tổ chức kinh tế, tổ chức tín dụng, cá nhân được vay theo nguyên tắc tự vay, tự chịu trách nhiệm trả nợ. Các doanh nghiệp được tự do ký kết các hợp đồng vay nợ nước ngoài theo Nghị định 134/2005/NĐ-CP ngày 1/11/2005 nhưng phải đăng ký với Ngân hàng Nhà nước. Những doanh nghiệp không đăng ký sẽ không được mua ngoại tệ chuyển trả nước ngoài. Những hạn chế này có thể được coi là phù hợp theo quy định tại Điều XII của Hiệp định GATS (Các biện pháp hạn chế để bảo vệ cán cân thanh toán) do VN đang phải đối mặt với những khó khăn trong cán cân thanh toán quốc tế.

Nhìn tổng quan, Bảng 2 cho thấy, trước năm 1999, tỷ lệ Nợ/GNI và tỷ lệ Nợ/Xuất khẩu của VN cao hơn giá trị tới hạn rất nhiều. Tuy nhiên, sau khi cơ cấu lại nợ qua CLB Paris vào năm 1993, qua CLB Luân Đôn vào năm 1997; và xử lý nợ với Nga vào năm 2000, các chỉ số nợ của VN đã cải thiện rất rõ, áp lực trả gốc và lãi ngày càng được cải thiện; khả năng thanh toán và chi trả nợ ngày càng lành mạnh. Về số tuyệt đối, nợ nước ngoài đã giảm gần phân nửa từ 23,21 tỷ USD năm 1999 xuống còn 12,82 tỷ USD năm 2000. Có thể kết luận mức nợ hiện tại của VN là tương đối thấp và có khả năng thanh toán.

KÍCH THÍCH KINH TẾ & GIẢI PHÁP TÀI CHÍNH TIỀN TỆ

Bảng 2: Chỉ số nợ của VN giai đoạn 1993 -2007 (Đơn vị: %)

Chỉ số	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Nợ/Xuất khẩu	663	462,4	341,7	272,4	183,8	185,9	164,1
Nợ/GNI	188	159,7	124,0	108,2	82,6	84,1	82,0
Trả nợ/Xuất khẩu	13,6	5,7	4,9	4,1	7,7	9,1	10,0
Trả lãi/Xuất khẩu	3,7	3,6	1,8	2,0	2,7	3,5	2,6

Chỉ số	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Giá trị tới hạn
Nợ/Xuất khẩu	73,4	69,3	67,2	67,2	59,1	51,9	44,3	43,5	275%
Nợ/GNI	41,7	39,0	38,0	40,4	40,5	37,1	34,5	36,3	50%
Trả nợ/Xuất khẩu	7,5	6,7	6,0	3,4	2,6	2,6	2,0	2,3	30%
Trả lãi/Xuất khẩu	2,0	2,1	1,5	1,3	-	-	-	-	20%

Nguồn: WDF 2003, 2005 và 2009

Tuy nhiên cơ cấu nợ của VN chứa đựng nhiều yếu tố không bền vững, đặc biệt là số liệu những năm gần đây. Bảng 3 cho thấy nợ VN có ba nhóm chính: nợ dài hạn, tín dụng IMF và nợ ngắn hạn trong đó chủ yếu là nợ dài hạn. Trước năm 2005, nợ ngắn hạn cao nhất cũng chỉ đạt đến 12% dư nợ – tỷ lệ thấp nhất châu Á, nhưng từ năm 2005 đến nay tỷ trọng vốn ngắn hạn đã tăng với tốc độ khá nhanh. Việc gia tăng nhanh chóng tỷ trọng nợ ngắn hạn một mặt cho thấy nền kinh tế đã linh hoạt hơn với sự ra vào của dòng vốn ngắn hạn đặc biệt đi qua dưới dạng đầu tư gián tiếp; mặt khác đưa ra lời cảnh báo: Cần có một nghiên cứu bổ sung về cơ cấu của các khoản nợ ngắn hạn để có thể kiểm soát tốt khoản nợ này tránh nguy cơ vốn tháo chạy.

Điều đáng lo ngại là hiện nay NHNN vẫn chưa kiểm soát được hết khối lượng nợ tư nhân trên thực tế, do đó chưa đánh giá được đầy đủ tình hình sử dụng vốn vay nước ngoài của các doanh nghiệp. Chính thực tế này đã chứa đựng những nguy cơ tiềm ẩn ảnh hưởng đến an toàn tài chính quốc gia vay của VN. Điển hình, NHNN đã xử lý vi phạm hành chính đối với nhiều doanh nghiệp và ngân hàng thương mại không thực hiện đúng các quy định về vay, trả nợ nước ngoài vì thực hiện rút vốn và chuyển tiền trả nợ nước ngoài cho khoản vay trung và dài hạn nước ngoài mà chưa có văn bản xác nhận đăng ký khoản vay của NHNN. Khó khăn trong kiểm soát việc vay mượn từ nguồn này vì: (i) Các doanh nghiệp vay trực tiếp không qua ngân hàng thương mại bảo lãnh do vậy ngân hàng

Bảng 3: Cơ cấu dư nợ của VN theo thời gian (Đơn vị: %)

Chỉ số	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Nợ dài hạn	89,0	88,1	88,1	85,6	87,2	88,5	88,2
Tín dụng IMF	0,4	1,1	1,1	1,5	2,1	1,7	1,5
Nợ ngắn hạn	10,6	10,7	10,7	12,9	10,8	9,8	10,2
Nợ ngắn hạn (triệu USD)	2.570	2.663	3.272	3.754	2.342	2.193	2.376

Chỉ số	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Giá trị tới hạn
Nợ/Xuất khẩu	73,4	69,3	67,2	67,2	59,1	51,9	44,3	43,5	275%
Nợ/GNI	41,7	39,0	38,0	40,4	40,5	37,1	34,5	36,3	50%
Trả nợ/Xuất khẩu	7,5	6,7	6,0	3,4	2,6	2,6	2,0	2,3	30%
Trả lãi/Xuất khẩu	2,0	2,1	1,5	1,3	-	-	-	-	20%

Nguồn: WDF 2003, 2005 và 2009

KÍCH THÍCH KINH TẾ & GIẢI PHÁP TÀI CHÍNH TIỀN TỆ

thương mại không có số liệu để báo cáo NHNN; (ii) Các ngân hàng thương mại không thực hiện đúng chế độ báo cáo với NHNN; và (iii) Khoản bảo lãnh mở L/C trả chậm thường xuyên biến động rất khó thống kê. Mặc dù các khoản nợ này còn chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu nợ nhưng nếu không có khuôn khổ pháp lý để quản lý thì về lâu dài có thể gây ra tác động không nhỏ đối với nền kinh tế.

Theo cơ cấu đồng tiền, trước năm 2000, nợ nước ngoài gồm hai dạng: nợ bằng ngoại tệ tự do chuyển đổi và nợ bằng đồng rúp chuyển nhượng RCN (Năm 1977 các nước XHCN thỏa thuận với nhau thanh toán bằng RCN. Mỗi RCN có hàm lượng vàng là 0,987412gam, tỷ giá này dùng trong thanh toán thương mại). Số nợ bằng RCN chiếm khoảng 52% đến 60% tổng nợ (Bảng 4). Từ năm 2000, VN không còn các khoản nợ bằng đồng tiền không chuyển đổi nữa mà gắn chặt với rổ tiền tệ (Bảng 4)

những khoản vay từ 1993, đến nay đã đến hạn trả, ta thấy số tiền tính bằng VND dùng để mua ngoại tệ trả số nợ mà trước đây vay đã tăng gần gấp đôi giá trị khoản nợ so với thời điểm vay. Hầu hết các ngoại tệ chính của rổ tiền tệ như USD, Yên, Euro đều rơi vào tình trạng này. Một cơ cấu tiền vay như vậy có khả năng gây bất ổn cho VN do phụ thuộc quá nhiều vào các loại tiền tệ thường xuyên biến động và so với đồng VN thì luôn tăng giá, điều này làm ngân sách hàng năm của VN phải liên tục điều chỉnh theo hướng tăng để trả các khoản nợ và lãi phát sinh, nếu không chủ động đa dạng hoá đồng tiền trả nợ và không sử dụng các công cụ tài chính phái sinh nhằm làm giảm rủi ro hối đoái thì VN có thể sẽ gặp khó khăn trong thời gian sắp tới.

Khó khăn này còn nhân lên gấp bội khi VN chưa thể kiểm soát cơ cấu tiền tệ của các khoản vay vì phần lớn các khoản vay là từ nguồn chính thức, các khoản vay theo dự án được tài trợ bởi

Bảng 4: Cơ cấu đồng tiền vay nợ

Đồng tiền	1990	1995	2000	2003	2004	2005	2006	2007
Euro				7,8	6,7	5,7	6,1	6,2
Yên Nhật	2,0	5,6	23,5	28,7	27,8	25,9	26,6	28,1
Bảng Anh	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Franc Pháp	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
USD	5,5	8,4	43,3	39,6	41,7	44,8	44,2	42,8

Đồng USD chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng nợ, kể đến là đồng Yên Nhật và Euro, USD chiếm tỷ trọng cao trong tổng nợ vì: (i) Nợ của Nga sau xử lý đã quy về USD; (ii) USD là đồng tiền mạnh, dễ chuyển đổi nên nhiều quốc gia sử dụng trong giao dịch vay mượn với VN; và (iii) Vốn vay của VN phần nhiều từ các tổ chức tài chính đa phương và các tổ chức này thường sử dụng đồng USD trong thanh toán, đồng Yên Nhật chiếm đến 29% trong rổ tiền tệ do Nhật là nhà cung cấp ODA song phương lớn nhất cho VN, riêng đồng Euro mới xuất hiện trong tổng nợ từ năm 2001 nhưng đã chiếm trên 7% vì Euro là đồng tiền chung của Liên minh châu Âu sử dụng thay thế cho các đồng tiền riêng lẻ khác của các quốc gia trong Liên minh châu Âu như Mark Đức, Franc Pháp và vì Liên minh châu Âu cũng là một trong các nhà cung cấp ODA đa phương lớn cho VN (đứng hàng thứ hai sau WB).

Nếu đánh giá biến động tỷ giá hối đoái đến

các tổ chức tài chính đa phương thường được thỏa thuận bằng USD, loại tiền tệ thật sự chỉ được biết khi giải ngân. Tóm lại, cơ cấu nợ của VN cần phải giám sát thận trọng đặc biệt khi gia tăng các khoản nợ ngắn hạn.

Kế tiếp, VN cần đánh giá các điều kiện tiền đề

Cho tới nay, mặc dù đã cố gắng rất nhiều nhằm đáp ứng yêu cầu gia nhập WTO và thực hiện cam kết với WTO nhưng hầu như chưa có điều kiện tiền đề nào VN đảm bảo được: Thâm hụt ngân sách triền miên và ở mức cao, thâm hụt vãng lai dai dẳng và thiếu bền vững, lạm phát không ổn định, rủi ro đạo đức còn khá phổ biến do tình trạng thông tin bất cân xứng, lãi suất và tỷ giá chưa linh hoạt, hệ thống tài chính còn nhiều vấn đề phải bàn. Ở đây chúng tôi phân tích thêm hai vấn đề cuối cùng để thấy mức độ dễ bị tổn thương của nền kinh tế VN. Qua một thời gian dài cải tổ, hệ thống ngân hàng đã đạt được một số thành tựu

KÍCH THÍCH KINH TẾ & GIẢI PHÁP TÀI CHÍNH TIỀN TỆ

như: giảm bớt tính chất của nền kinh tế tiền mặt, tăng nhanh độ sâu tài chính từ 19% năm 1986 lên 24% năm 1996 và 95% năm 2006 đến 118% 2007, cao hơn cả Thái Lan. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng đây chính là năm tín dụng tăng trưởng nóng đạt mức 54%, so với mức khuyến cáo của Ngân hàng Thế giới (WB) và Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) là dưới 30% để đảm bảo thị trường tài chính-tiền tệ nằm trong tầm kiểm soát của Chính phủ. Tỷ trọng sở hữu của ngân hàng quốc doanh từ 77% năm 2000 xuống còn 59,3% năm 2007. Những chuyển biến này so với các nước trong khu vực là khá nhanh. Tuy nhiên nhìn chung so với các nước trong khu vực VN vẫn là một nền kinh tế tiền mặt, tỷ lệ USD hoá cao (Bảng 5). Hệ thống tài chính VN chủ yếu là các ngân hàng, trong đó các ngân hàng cho vay và đi vay là hoạt động đem lại thu nhập chủ yếu.

Trung tâm giao dịch ngoại hối được mở từ cuối năm 1991 và thị trường tiền tệ liên ngân hàng dành cho các NHTM đã được thành lập vào tháng 10/1994. Hành lang pháp lý cũng khá hoàn chỉnh với Pháp lệnh ngoại hối, Nghị định hướng dẫn. Tuy nhiên cơ chế điều hành tỷ giá hối đoái hiện thời chưa linh hoạt khiến cho tỷ giá hối đoái biến động khó kiểm soát. Tỷ giá hối đoái cố định sẽ dễ khiến doanh nghiệp có tâm lý ỷ lại, không chủ động làm quen và sử dụng các công cụ bảo hiểm rủi ro tỷ giá. Ngoài ra, nếu phải duy trì tỷ giá tương đối ổn định, NHNN buộc phải sử dụng nghiệp vụ trung hoà khi luồng vốn vào nhiều hoặc ra nhiều. Việc này có thể dẫn đến lạm phát, xói mòn dự trữ hoặc mất cân đối cung cầu ngoại tệ.

Quan điểm & giải pháp

Với thực trạng như vậy, theo chúng tôi VN cần

Bảng 5: Chỉ số tiền tệ của VN (đơn vị: %)

	2005	2006	2007	2008	2009
Tỷ lệ tiền mặt trong lưu thông	23,4	20,8	19,6	17,1	
Tiền gửi ngoại tệ trên tổng tiền gửi	28,5	26,1	22,9	23,8	
Tiền vay ngoại tệ/tổng tiền vay	24,3	21,1	21,4	20,1	
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	8,6	11,6	21,0	23,0	20,7
Tài sản tài chính ròng của hệ thống ngân hàng (tỷ USD)	12,0	17,9	25,5	25,2	23,2

Nguồn: IMF (2009)

Bên cạnh đó, mặc dù có nhiều đổi thay phù hợp với thông lệ quốc tế nhưng hiện tại, hệ thống pháp luật ngân hàng còn thiếu, chưa đồng bộ và có nhiều điểm chưa phù hợp với thông lệ quốc tế ví dụ như: Cơ chế lãi suất hiện hành vô hình trung đã áp đặt một trần lãi suất cho vay mới, đi ngược lại xu thế tự do hoá lãi suất và gây khó khăn cho các NHTM. Ngoài ra hệ thống tài chính còn chứa đựng nhiều rủi ro như tỷ lệ nợ xấu còn cao, hệ số đủ vốn - Capital Adequacy Ratio (CAR) hoặc không có số liệu thống kê hoặc không đạt yêu cầu an toàn tối thiểu (8%). Điều này càng nghiêm trọng hơn khi ngân hàng bỏ qua rủi ro đạo đức hoặc không đủ năng lực trong thẩm định và quản lý các khoản cho vay, đặc biệt là các khoản cho vay rủi ro cao như cho vay bất động sản, cho vay đầu tư chứng khoán làm cho hệ thống ngân hàng VN đối mặt với nhiều rủi ro.

Đối với tỷ giá hối đoái, VN áp dụng cơ chế tỷ giá linh hoạt thả nổi có quản lý từ năm 1989, các

thống nhất các quan điểm về tự do hoá giao dịch vốn và xây dựng một lộ trình phù hợp.

Về quan điểm cần:

- Phải xác định mục tiêu kinh tế vĩ mô cần đeo đuổi, VN không thể đồng thời thực hiện cùng một lúc 3 mục tiêu ổn định tỷ giá, tự do hoá dòng vốn và chính sách tiền tệ độc lập. Nếu VN theo đuổi chính sách thu hút nguồn lực từ kênh vốn này, độ mở nền kinh tế sẽ lớn hơn, quá trình tự do hoá giao dịch vốn diễn ra nhanh hơn thì phải để tỷ giá vận động tương đối tự do hoặc nếu kiểm soát giá thị trường phải chấp nhận hy sinh cân bằng đối nội. Nếu VN lựa chọn mục tiêu ổn định tỷ giá thì phải thực hiện việc kiểm soát chặt dòng vốn, chấp nhận xói mòn dự trữ ngoại hối để giữ ổn định nền kinh tế trước những bất ổn của các dòng vốn và phải chấp nhận cảm giác an toàn giả tạo mà cơ chế tỷ giá ổn định gây ra. Hiện tại, VN đã mở cửa khá thoáng cho người không cư trú nắm

giữ tài sản tài chính trong nước do vậy mục tiêu tốt nhất nên theo đuổi là giảm can thiệp và để cho tỷ giá phản ánh đúng cung cầu thị trường.

- Tự do hoá giao dịch vốn phải diễn ra từ từ. Tại sao phải diễn ra từ từ vì: (i) Từ thập niên 60, hầu hết các nước đã phát triển đều chấp nhận điều khoản 8 của IMF về tự do hoá giao dịch vãng lai nhưng không có nước nào xoá bỏ kiểm soát tỷ giá hối đoái và kiểm soát vốn cho đến năm 1995; và (ii) VN không đưa ra những cam kết cụ thể về mặt thời gian và mức độ tự do hoá liên quan đến giao dịch vốn do vậy không có lý do gì để VN đẩy nhanh tiến trình này trong khi dòng vốn FDI, kiều hối, ODA đã khá cao. Tuy nhiên, thực hiện từ từ không có nghĩa là phải hội đủ tất cả các điều kiện thì mới có thể tự do hoá giao dịch vốn mà có thể tiến hành từng bước. Diễn ra từ từ không có nghĩa phải quản lý chặt tất cả các loại giao dịch vốn trước khi thiết lập đủ các điều kiện tiên quyết để tự do hoá giao dịch vốn mà là tự do hoá dần dần một số giao dịch vốn trước, một số giao dịch chỉ tự do hoá khi hội đủ mọi điều kiện. Trước nhất, tự do hoá các giao dịch vốn dài hạn. Trong số các giao dịch vốn như đầu tư trực tiếp nước ngoài và tài trợ thương mại nên mở cửa cho vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài trước. Tuy nhiên, để đảm bảo luồng vốn FDI vào bền vững và có tác động tích cực cũng cần phải có hành lang pháp lý, đặc biệt là các văn bản liên quan đến việc tạo môi trường đầu tư thuận lợi để vừa thu hút đầu tư vừa giảm bớt tác động tiêu cực của đầu tư trực tiếp nước ngoài. Thứ hai, xây dựng một hệ thống tài chính vững mạnh trước khi mở cửa cho luồng vốn gián tiếp. Đối với dòng vốn này, VN đã mở cửa khá nhanh trong khi chưa có cơ chế giám sát hữu hiệu. Việc tự do hoá giao dịch vốn hiện thời đã không thể đảo ngược vì bất kỳ sự thay đổi nào theo hướng thắt chặt hơn đối với nhà đầu tư sẽ gây ra ảnh hưởng bất lợi đối với dòng vốn vào. Do vậy, việc cần làm bây giờ là VN tạm thời giữ nguyên giới hạn về tỷ lệ góp vốn và các rào cản kỹ thuật khác đối với dòng vốn này để có thời gian xây dựng một hệ thống tài chính vững mạnh. Thứ ba, tự do hoá giao dịch vốn ngắn hạn khi hội đủ các điều kiện tiên đề như đã đề cập ở phần lý thuyết. Thứ tư, tự do hoá dòng vốn ra hay cho người cư trú nắm giữ tài sản nước ngoài. Hiện thời VN đang thiếu vốn nên không nên khuyến khích dòng vốn này. Nếu tự do hoá dòng vốn này phải có cơ chế giám sát cẩn trọng hơn dòng vốn vào. Nếu không kiểm soát chặt dòng vốn ra có thể dẫn đến sử dụng hoang phí nguồn lực quốc gia vào

các dự án không hiệu quả hoặc chuyển vốn ra ngoài.

- Phải kiểm soát được dòng vốn. Cần phải nhận thức rằng tự do hoá giao dịch vốn không mâu thuẫn với kiểm soát luồng vốn vào ra. Kiểm soát không phải là ngăn chặn mà đặt dòng vốn trong trạng thái có thể dự đoán được. Tự do hoá giao dịch vốn không phải là tự do hoá hoàn toàn mà là kiểm soát có mức độ. Mức độ kiểm soát sẽ phụ thuộc vào năng lực quản trị, công nghệ, kiểm soát rủi ro và tính minh bạch của mỗi nước trong từng thời kỳ phát triển. Bài học từ các cuộc khủng hoảng tiền tệ gần đây cho thấy rằng dòng vốn nước ngoài cần phải được kiểm soát đúng và điều chỉnh nếu cần thiết trong quá trình tự do hoá tài khoản vốn. Đây như một con dao hai lưỡi, vì nếu có quá nhiều can thiệp và kiểm soát có thể lại tạo thành rào cản đối với các nhà đầu tư nước ngoài, và có thể dẫn đến bỏ lỡ các cơ hội thu hút vốn nước ngoài. VN nên bắt đầu nghiên cứu về các lựa chọn chính sách cụ thể để có thể bình ổn dòng vốn nước ngoài và kiểm soát những rủi ro dẫn đến khủng hoảng tài khoản vốn mà không phải hi sinh các tiềm năng phát triển của mình.

- Phải áp dụng các công cụ gián tiếp để kiểm soát dòng vốn. Kiểm soát vốn thông qua các công cụ gián tiếp hoặc các hàng rào kỹ thuật, các biện pháp thị trường làm cho các giao dịch vốn phải tốn kém nhiều chi phí hơn, từ đó hạn chế (không phải ngăn cấm) các giao dịch này, ví dụ như yêu cầu các định chế tài chính muốn đi vay hoặc phát hành cổ phiếu thì cần phải được xếp hạng tín nhiệm. Việc kiểm soát không mang tính hành chính này phù hợp với các cam kết hội nhập mà VN đang thực hiện.

Về giải pháp cụ thể chúng tôi đề nghị:

- Xây dựng chiến lược tự do hoá giao dịch vốn. Chiến lược này được xây dựng trên cơ sở ổn định và phát triển bền vững hệ thống tài chính, tiền tệ quốc gia, đủ sức điều tiết thị trường khi thực hiện tự do hoá. Hiện tại chưa có văn bản nào thể hiện có một hệ thống chính sách và mục tiêu nhất quán trong việc kiểm soát dòng vốn, điều mà các nền kinh tế đang chuyển đổi đều phải quan tâm đặc biệt ngay từ khi mở cửa thị trường.

- Xây dựng hệ thống thanh tra, giám sát trong đó công tác thanh tra – giám sát từng bước áp dụng các chuẩn mực giám sát tài chính quốc tế như thỏa ước Basel về an toàn vốn, các nguyên tắc quản lý chứng khoán IOSCO, các tiêu chuẩn giám

sát công ty của OECD cùng với các chuẩn mực quốc tế về công khai hoá tài chính, kế toán và kiểm toán.

- Xây dựng hệ thống tài chính vững mạnh và thực hiện theo đúng những nghĩa vụ bắt buộc trong quy định của GATS, hệ thống các ngân hàng thương mại trong nước phải đáp ứng các yêu cầu về minh bạch hoá, áp dụng các chuẩn mực an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng như tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu, trích lập dự phòng rủi ro, tiêu chuẩn phân loại nợ.

- Nhận dạng đúng những khiếm khuyết của hệ thống tài chính để lành mạnh hoá hệ thống: thực hiện tái cơ cấu theo hướng không y lại vào hỗ trợ của chính phủ để tránh rủi ro, đồng thời phải tự thân vận động để thích nghi với thị trường, đặc biệt là các giao dịch tài chính hiện đại có thể phòng chống rủi ro như quyền chọn, hoán đổi, tương lai, kỳ hạn...,

- Xây dựng hành lang pháp lý dựa trên cơ sở phân tích, đánh giá mọi phản ứng có thể có từ việc áp dụng chính sách tự do hoá dẫn đến việc vốn tháo chạy hay kiểm soát vốn. Việc phân tích, đánh giá những phản ứng khác nhau đối với chính sách kiểm soát vốn, sẽ giúp cho nhà hoạch định chính sách nhận thức vấn đề này rõ ràng hơn và có giải pháp ứng phó thích hợp hơn. Ví dụ như phải lấp kín hết các khe hở trong luật để bị lợi dụng như:

(i) Trường hợp kiều hối: Kiều hối hiện tại chuyển về tự do nhưng NHNN không yêu cầu các NHTM thống kê số liệu liên quan đến mục đích chuyển kiều hối và nếu như có yêu cầu người nhận hoặc người chuyển kiều hối tách bạch mục đích chuyển tiền thì cũng không có cơ sở để đánh giá tính xác thực của việc kê khai mục đích sử dụng. Tính đến nay luồng kiều hối chuyển về đã lên đến 8 tỷ USD (*Kinh tế VN & thế giới 2007-2008*). Tính trung bình với mức tăng trên 10% mỗi năm, lượng kiều hối chuyển về VN đang trở thành nguồn ngoại tệ chính vượt qua cả nguồn vốn đầu tư trực tiếp lẫn vốn hỗ trợ chính thức. Khá nhiều trong số này được chuyển về cho thân nhân trong nước đầu tư. Như vậy cần phải nắm được có bao nhiêu phần trăm trong số kiều hối này đã được chuyển vào để đầu tư hay nói cách khác có bao nhiêu phần trăm là dòng vốn mà không phải là dòng tiền trên tài khoản vãng lai;

(ii) Trường hợp chuyển lợi nhuận về: Lợi nhuận chuyển ra theo thống kê được đưa vào tài khoản

vãng lai khoản mục thu nhập nhân tố. Với quy mô đầu tư như Phú Mỹ Hưng và quy mô lợi nhuận đầu tư gián tiếp năm 2007, liệu lợi nhuận được tính vào giao dịch vãng lai có hợp lý? Ngoài ra, làm thế nào tách bạch được phần chuyển lợi nhuận và phần chuyển vốn khi nhà đầu tư gián tiếp nước ngoài chuyển ra?

(iii) Trường hợp các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài có tỷ trọng GDP cao nhưng tỷ trọng đóng góp ngân sách thấp, thường xuyên lỗ và thống kê của IMF cho thấy chưa có lợi nhuận chuyển về nước. Vậy lợi nhuận đã đi qua chuyển giá hay đi đâu?

(iv) Trường hợp tín dụng chứng từ, doanh nghiệp có thể sử dụng chứng từ nhập khẩu để mua ngoại tệ chuyển ra. Đồng thời có thể dùng bộ chứng từ để thực hiện thanh toán trả chậm. Lúc này khoản thanh toán trả chậm được xem như là nợ nước ngoài. Khoản nợ này sẽ được chuyển trả qua ngân hàng khi doanh nghiệp đi vay nhận được xác nhận từ NHNN. Khi này khoản tiền được trả thay vì là khoản thanh toán xuất nhập khẩu lại chuyển vào và ra qua tài khoản vốn. Như vậy, cùng một giao dịch doanh nghiệp đã được mua và chuyển ngoại tệ ra đến hai lần;

(v) Trường hợp sử dụng chứng từ giả để mua ngoại tệ: Nhiều khoản thoát vốn có từ hoạt động kinh tế ngầm như buôn lậu, nhiều hoạt động mua bán ngoại hối nấp dưới dạng xuất khẩu hoặc nhập khẩu để chuyển ra bên ngoài một số lượng lớn ngoại tệ.

- Xây dựng hệ thống thông tin luồng vốn vào ra đầy đủ để thực hiện các phân tích đã đề cập ở trên. Những thông tin này nên cung cấp đều đặn để củng cố niềm tin tránh những tin đồn thất thiệt làm thị trường bất ổn gây tâm lý tháo chạy. Việc này thực hiện không khó vì khi đưa vốn vào VN, nhà đầu tư nước ngoài phải mở tài khoản tại ngân hàng, sau đó chuyển đổi và mới đem đi đầu tư và quá trình này cũng tương tự đối với mang vốn ra. Tuy nhiên, khó ở chỗ các NHTM có thực hiện đúng những quy định này không trong khi mỗi tháng họ có quá nhiều báo cáo phải thực hiện và chế tài có đủ mạnh để thực hiện. Nếu cơ quan giám sát không có khả năng thu thập thông tin kinh tế thì có thể thuê các chuyên gia của các công ty khác thực hiện tương tự như trường hợp công ty Salomon Smith Barney (SSB), một trong những tập đoàn tài chính lớn nhất tại Mỹ, làm cố vấn cho Malaysia về việc sửa đổi lại hệ thống ngân

hàng và lập chương trình giúp họ ra khỏi cuộc khủng hoảng tài chính 1997-1999.

Đây là vấn đề rất lớn liên quan đến một hệ thống các giải pháp, đặc biệt là các giải pháp liên quan đến việc thiết lập các điều kiện tiên quyết để thực hiện giao dịch vốn tự do. Trong giới hạn bài nghiên cứu này, chúng tôi chỉ đề cập đến một số vấn đề nêu trên mà bản thân cho là cần thiết nhất■

Chú thích:

- [1] Andreas Hauskrecht & Nhan Le (2005)
- [2] Hồ Xuân Phương & Vũ Đình Ánh (2003)
- [3] Gao Haihong (2000)
- [4] Williamson & Mahar (1998)
- [5] World Development Finance 2009

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- 1. Các văn bản luật được đề cập đến trong bài.
- 2. Hồ Xuân Phương & Vũ Đình Ánh (2003), *Giải pháp phòng ngừa khủng hoảng tài chính - tiền tệ ở VN*, NXB Tài chính, Hà Nội.
- 3. Võ Trí Thành và cộng sự (2002), *Khả năng chịu đựng thâm hụt cán cân thanh toán của Việt Nam*, NXB Lao động – Xã hội, Hà nội.
- 4. Thời báo Kinh tế Việt Nam (2009), *Kinh tế Việt Nam và Thế giới 2008-2009*.
- 5. Andreas Hauskrecht và Nhan Le (2005), *Capital Account Liberalization for a Small, Open Economy – The case of Vietnam*, www.bus.indiana.edu/riharbau/.../bepp2005-13-hauskrecht-le.pdf
- 6. Tam Bang Vu (2005), *Capital control: the case of Malaysia Lessons for Vietnam*, East-West Center Gao

Haihong (2000), *Liberalising China's Capital Account: Lessons Drawn from Thailand's Experience*, Institute of Southeast Asian Studies.

- 7. IMF (2000), *Vietnam Statistical Appendix and Background Notes*, IMF staff country report No, 00/11.
- 8. IMF (2003), *Vietnam: Statistical Appendix, International Monetary Fund*, IMF Country Report No, 03/382.
- 9. IMF (2005), *Vietnam: 2004 Article IV Consultation- Staff report, Public Information Notice on the Executive Board*, IMF Country Report No,05/148.
- 10. IMF (2007), *Vietnam: Statistical Appendix, International Monetary Fund*, IMF Country Report No, 07/386
- 11. *Vietnam: 2004 Article IV Consultation- Staff report, Public Information Notice on the Executive Board*, IMF Country Report No,05/148.
- 12. IMF (2009), *Vietnam: 2008 Article IV Consultation— Staff Report; Staff Supplement and Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Vietnam*, IMF Country Report No, 09/110.
- 13. Williamson, John, and Molly Mahar (1998), *A Review of Financial Liberalization*, World Bank, Washington.
- 14. World Bank (2003), *Global Development Finance 2003: Striving for Stability in Development Finance*.
- 15. World Bank (2004), *World Development Indicators 2004— CD ROM*
- 16. World Bank (2008), *World Development Indicators 2008— Online Query*
- 17. World Bank (2005), *Global Development Finance 2005: Mobilizing Finance and Managing Vulnerability*.
- 18. World Bank (2009), *Global Development Finance 2009: Charting a Global Recovery*.

