

Đánh giá mức độ hội nhập

Giống như tự do mậu dịch, hội nhập tài chính đã mang lại nhiều lợi ích to lớn cho các nước nói riêng và nền kinh tế toàn cầu nói chung. Những thành quả mà các nước đang phát triển nhận được từ hội nhập tài chính rất đáng khích lệ. Vấn đề đầu tiên cần làm rõ là làm thế nào để đo lường mức độ hội nhập tài chính của một quốc gia. Ngân hàng thế giới (WB) đã từng sử dụng nhiều thước đo để xây dựng chỉ số tổng quát của hội nhập. WB đã tính toán chỉ số cho thời kỳ 1985 - 1987 và 1992 - 1994 để đánh giá mức độ hội nhập tài chính ở một số quốc gia giữa thập niên 1980.

Thước đo thứ nhất xem cách tiếp cận của quốc gia đến các thị trường tài chính quốc tế. Theo đánh giá xếp hạng rủi ro quốc gia của IIS (Institutional Investor Survey), xếp hạng rủi ro ít hơn 20 (chỉ số của IIS) là thấp, lớn hơn 50 là cao và giữa hai mức này là trung bình.

Thước đo thứ hai là khả năng của quốc gia thu hút các nguồn tài trợ từ nhân bên trong quốc gia bằng cách xem xét tỷ số giữa dòng vốn tư nhân so với GDP. Bởi vì hội nhập tài chính hàm ý sự liên kết của các thị trường, do đó cần phải có sự phân biệt đến cơ cấu trong các dòng vốn tư nhân, với ý nghĩa đó không phải tất cả các thành tố trong dòng vốn này đều được xem xét như nhau. Theo WB, những quốc gia nào có dòng vốn tư nhân tồn tại chủ yếu dưới hình thức FDI sẽ có mức độ hội nhập các thị trường tài chính quốc tế ít hơn những nước nhận các luồng vốn dưới hình thức đầu tư gián tiếp FPI và các khoản vay ngân hàng. Các hệ số được xác định như sau: đầu tư gián tiếp là 5; dòng vốn ngân hàng là 3 và FDI là 1. Sử dụng các hệ số này, những quốc gia có dòng vốn ít hơn 20% GDP được xem là có mức độ hội nhập tài chính thấp; trên 20% là cao và giữa hai mức này là trung bình.

Thước đo thứ ba là xem xét mức độ đa dạng hoá nguồn tài trợ của từng nước dựa trên kết cấu của dòng vốn, bởi lẽ kết cấu các dòng vốn khác nhau có những hiệu ứng khác nhau lên hội nhập tài chính: FDI mang lại những lợi ích cho các nhà tiếp nhận trong nước và đến lượt nó những chủ thể tiếp nhận FDI có khả năng tiếp cận các nhà đầu tư vốn cổ phần quốc tế để thu hút nguồn vốn tài trợ cho các dự án đầu tư tăng trưởng. Giữa FDI và FPI có mối liên hệ tương quan với nhau rất lớn, sự đa dạng hoá và giao thoa giữa 2 nguồn tài trợ này càng lớn thì mức độ hội nhập tài chính càng cao. Dòng vốn ngân hàng lại dẫn đến "chiều sâu trong hệ thống tài chính" nghĩa là nó có khả năng tăng thêm tính thanh khoản cho thị trường vốn và đến lượt nó chiều sâu tài chính lại

NHỮNG LỢI ÍCH TRONG QUÁ TRÌNH HỘI NHẬP TÀI CHÍNH Ở CÁC NƯỚC ĐANG PHÁT TRIỂN

TS. TRẦN NGỌC THƠ

làm gia tăng mức độ hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài (thuật ngữ chiều sâu tài chính sẽ được làm rõ ở phần dưới đây).

Một đóng góp quan trọng trong cả 3 hình thức của dòng vốn là tính cân đối của hội nhập. Các quốc gia đang phát triển nào nhận được tối thiểu 5% trong tổng số dòng vốn vào các nước đang phát triển và cho mỗi loại dòng vốn (FDI, FPI, vay ngân hàng) được xem là hội nhập cân đối. Quốc gia nào tuy nhận tối thiểu cũng 5% trong tổng dòng vốn nhưng chỉ có 2 trong 3 loại dòng vốn trên được xem là hội nhập trung bình và những quốc gia còn lại không thuộc 2 nhóm trên có mức độ hội nhập tài chính thấp. Các chuyên gia kinh tế thuộc WB còn đưa ra một tiêu chuẩn nữa để đánh giá mức độ hội nhập. Đó là việc xóa bỏ các giới hạn trên tài khoản vãng lai, tài khoản vốn và việc áp dụng chế độ đa tỷ giá (nghĩa là áp dụng nhiều cơ chế tỷ giá cho các giao dịch trên tài khoản vãng lai và áp dụng tỷ giá chính thức cho các giao dịch trên tài khoản vốn). Trong khi năm 1985 có khoảng 60% các thành viên của IMF đã áp đặt các rào cản trên tài khoản vãng lai thì đến năm 2000 chỉ còn khoảng không tới 1/3. Cũng trong thời gian này việc áp đặt các giới hạn trên tài khoản vốn đã giảm từ 80% xuống còn 70 % trong số các thành viên IMF và việc áp dụng cơ chế đa tỷ giá giảm xuống từ 30% còn 16% trong tổng số các thành viên IMF.

Lợi ích từ hội nhập

Lợi ích từ hội nhập tài chính gia tăng theo hai phương thức chính như sau:

Thứ nhất, hội nhập tài chính có khả năng thúc đẩy sự tăng trưởng do gia tăng mức độ đầu tư và nâng cao tỷ suất sinh lợi của đầu tư thông qua việc các nước này tiếp cận được với kinh nghiệm quản lý hiện đại, các thành

quả khoa học trên thế giới và đặc biệt tiếp cận được tác động của thị trường hiệu quả là thị trường mà các thông tin được phản hồi một cách đầy đủ và kịp thời vào trong giá đối với các nhà đầu tư (thị trường hiệu quả dạng mạnh).

Thứ hai, hội nhập tài chính cho phép mọi cá nhân tự bảo hiểm chống lại sự phát triển không cân đối trong nền kinh tế nước chủ nhà bằng cách đa dạng hóa đầu tư và khai thác thị trường toàn cầu để làm dịu đi sự suy giảm tạm thời trong thu nhập.

Hội nhập tài chính có thể thúc đẩy đầu tư ở các nước đang phát triển bằng cách giải bài toán nan giải giữa tiết kiệm và đầu tư trong một quốc gia. Những kết quả tiềm ẩn từ đầu tư cao hơn biến đổi từ quốc gia này đến quốc gia khác tùy thuộc vào tỉ suất sinh lợi của các cơ hội đầu tư và sự khác biệt giữa chi phí sử dụng vốn trong nước, thường rất cao trước khi hội nhập so với chi phí sử dụng vốn quốc tế.

Mức độ thành quả này có thể thấy từ minh họa sau đây: Nếu dòng vốn vào đạt từ 3% đến 4% GDP (đây là con số điển hình cho những nước nhập khẩu vốn lớn hiện nay) thì tốc độ tăng trưởng dựa trên vốn cổ phần và chỉ số lợi nhuận trên vốn sẽ gia tăng khoảng 0,5% (theo World Bank). Hiệu ứng tăng trưởng nhất thời này rất đáng kể, tốc độ tăng trưởng từ tăng 1,5% đến 2% sẽ làm rút ngắn thời gian thu hồi vốn gấp đôi khoảng 12 năm. Tuy nhiên, theo thống kê cho thấy những con số trên vẫn còn rất khiêm tốn so với tiềm năng tăng trưởng của các nền kinh tế đang phát triển. Điều này chứng tỏ sự khai thác thành công của thị trường vốn nước ngoài chỉ là một trong nhiều thành phần chiến lược phát triển.

Mặt khác, hội nhập tài chính

cũng thúc đẩy tăng trưởng do khuyến khích các nhà đầu tư chuyển hướng vào đầu tư những dự án có rủi ro cao hơn (vì nhà đầu tư có thể đa dạng hoá các danh mục đầu tư của mình) để hướng được tỉ suất lợi nhuận cao hơn. Đây là điều mà các nhà đầu tư khó có thể thực hiện được trong thời kỳ trước hội nhập. Mức độ chuyển dịch vào các cơ hội đầu tư có tỉ suất sinh lợi cao phụ thuộc vào 3 nhân tố: sự tụt hậu về kỹ thuật, mức độ rủi ro quốc gia và mức độ phát triển của thị trường vốn. Nghiên cứu của Obstfeld năm 1992 cho thấy kết quả của việc chuyển dịch đầu tư là rất ấn tượng. Mức độ đạt được phản ánh sự kỳ diệu của gia tăng theo cấp số nhân: thậm chí chỉ gia tăng nhỏ trong tăng trưởng cũng dẫn tới các hiệu ứng tăng trưởng theo thứ tự tăng dần kiểu lãi kép theo thời gian. Tuy nhiên cũng phải lưu ý rằng những nước càng tụt hậu về kỹ thuật thì càng nhận được nhiều lợi ích bao gồm cả sự đuổi kịp các nước phát triển do hiệu ứng toàn cầu hoá, trong khi các nước kinh tế phát triển chỉ nhận được lợi ích ở về thứ hai mà thôi.

Một kênh thứ ba và có thể làm gia tăng hội nhập tài chính một cách nhanh chóng hơn là đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI). Theo World Bank, 1 đôla của FDI sẽ làm gia tăng tổng số đầu tư trong nước và nước ngoài hơn 1 đôla. Vì thế, FDI bổ sung chứ không làm giảm đi đầu tư nội địa. Quan trọng hơn, thực tế tại các nước cho thấy FDI hiệu quả đáng kể hơn nhiều so với đầu tư trong nước. Nói chung lợi ích tăng trưởng có được chủ yếu thông qua kênh này tập trung vào chất lượng hơn là số lượng đầu tư.

Chiều sâu tài chính là gì?

Trong tác phẩm "The Order of Economic Liberalization Financial Control in the Transition to a Market Economy", Mc Kinnon đã đề cập nhiều đến thuật ngữ "chiều sâu tài chính" (financial deepening). Trong đó Mc Kinnon chứng minh rằng quá trình tự do hoá tài chính và việc áp dụng lãi suất thực dương là nguyên nhân dẫn đến chiều sâu tài chính thông qua việc phân tích tỷ số M3/GNP (M3 cung tiền mở rộng). Tỷ số M3/GNP càng cao, chiều sâu tài chính càng đáng kể. Tỷ số này ở các nước Nhật, Đài Loan, Tây Đức và Singapore từ mức 0,45 trở lên. Ngược lại ở các nước có trình độ chiều sâu tài chính thấp, tỷ số M3/GNP trung bình chỉ vào khoảng 0,22. Tỷ số M3/GNP cao cho thấy một dòng vốn thực sự của các quỹ có khả năng cho vay trong nước dùng để tài trợ cho các dự án đầu tư mới. Tuy nhiên về mặt lý luận lẫn thực tiễn vẫn còn tồn tại một câu hỏi "chiều sâu tài chính" là nguyên nhân dẫn đến kết quả trong tăng trưởng

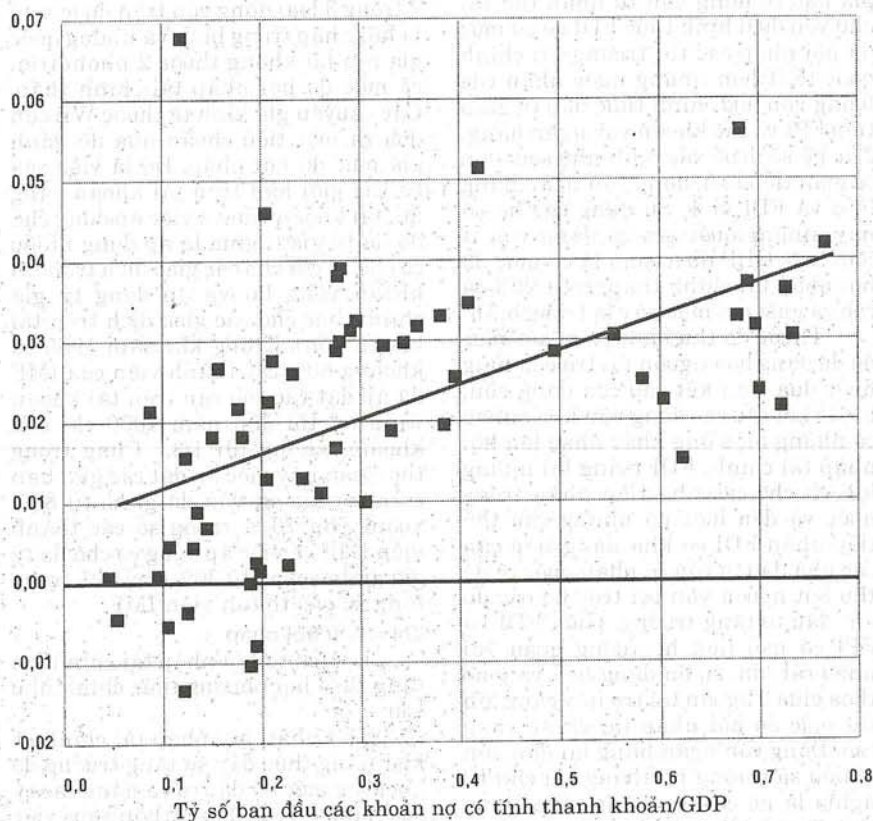
GDP hay ngược lại chiều sâu tài chính đơn giản là kết quả sau đó của tỷ lệ tăng trưởng trong sản lượng thực mà tỷ lệ tăng trưởng trong sản lượng thực lại là kết quả ở đâu đó từ những chính sách kinh tế khác của chính phủ chẳng hạn. Vấn đề này tạm thời được lý giải phần nào thông qua phân tích hồi quy của Fry vào 1988 với kết quả lãi suất thực tăng 1% dẫn đến tăng 2,592% GDP thực (chú ý mối liên hệ tương quan này không nhất thiết phải là mối liên hệ nhân quả).

Như vậy chiều sâu tài chính thực chất là quá trình phát triển trung gian tài chính, chẳng những bao gồm cả quá trình tự do hóa khu vực ngân hàng mà còn cao hơn thế nữa, thuật ngữ chiều sâu tài chính còn liên quan đến việc phát triển một thị trường cổ phiếu và trái phiếu năng động. Tuy nhiên, vì việc phát triển một thị trường chứng khoán thứ cấp thường diễn ra khá muộn ở các nước đang phát triển cho nên những chứng cứ thực về các thước đo trình độ chiều sâu tài chính tập trung chủ yếu chỉ vào lĩnh vực ngân hàng. Thước đo tiêu chuẩn của chiều sâu tài chính sử dụng ở các nước đang phát triển là tỷ số M2/GNP. Nếu khu vực ngân hàng

không vận hành như là người hấp thụ hoặc là một định chế trung gian hữu hiệu thì nền kinh tế sẽ giảm thiểu việc nắm giữ của cải trong các ngân hàng. Kết quả là tỷ số M2/GNP sẽ rất thấp, nó báo hiệu những lỗ hổng của hệ thống ngân hàng với tư cách là một định chế trung gian. Theo Mc Kinnon - Shaw, nếu những kim hãm tài chính được tháo gỡ và khu vực ngân hàng được phép vận hành hiệu quả thì kết quả sẽ là tăng trưởng trong bảng cân đối kế toán của ngân hàng và như thế dẫn đến sự gia tăng trong M2/GNP. Mc Kinnon (1989) chứng minh rằng tiến trình này xuất hiện ở các nước đã từng trải qua tăng trưởng khá nhanh. Ví dụ từ 1960 đến 1980, tỷ số M2/GNP đã dịch chuyển từ 0,29 lên 0,91 ở Đức; từ 0,11 lên 0,34 ở Hàn Quốc và từ 0,17 lên 0,75 ở Đài Loan. Ngược lại cũng trong cùng thời kỳ, tỷ số M2/GNP giảm từ 0,24 xuống còn 0,23 ở Argentina và chỉ tăng chậm từ 0,15 lên 0,16 và từ 0,19 lên 0,22 ở Brazil và Colombia.

Đối với các nước công nghiệp phát triển có mức độ hội nhập tài chính cao, rõ ràng đã đạt được hiệu quả đương nhiên trong tăng trưởng kinh tế. Ngoài lợi ích mang lại từ khu vực ngân hàng như đã đề cập ở phần

Hình 1: Chiều sâu tài chính ban đầu và tăng trưởng tương lai
Tăng trưởng trung bình hàng năm/GDP đầu người 1960-1989



(Nguồn: A World Bank Policy Research Report 1997)

trên, đối với các nước đang phát triển lợi ích đạt được còn nhiều hơn thế nữa, thể hiện ở chỗ các nước này có thể học tập được kinh nghiệm quản lý từ các nhà đầu tư và các định chế tài chính nước ngoài làm cho khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp trong nước cao hơn và sâu hơn. Điều này đến lượt nó làm cho chính phủ phải nhanh chóng cải thiện môi trường và thể chế để nó không ngừng được đổi mới và hoàn thiện hơn. Bằng chứng thực tế hoàn toàn khẳng định cách nhìn trên thông qua xem xét chiều sâu tài chính trong nước có liên hệ chặt chẽ đối với cả hai: đầu tư cao hơn và tăng trưởng năng suất nhanh hơn (xem hình 1).

Đầu tư nước ngoài là một tác nhân kích thích sự phát triển của thị trường vốn ở các nước đang phát triển, thông qua việc nâng cao chiều sâu và tính thanh khoản của thị trường vốn (xem hình 2). Hình 2 chỉ ra rằng các quốc gia tiếp cận nguồn vốn đầu tư gián tiếp lớn nhất đã có sự gia tăng ấn tượng nhất trong việc vốn hoá thị trường, đó là giá trị của các cổ phiếu được niêm yết trên thị trường, nói lên quy mô thị trường vốn. Ngoài ra chênh lệch trong chi phí sử dụng vốn ở các nước đang phát triển cao hơn rất nhiều so với các nước công nghiệp cũng cho chúng ta thấy rằng những lợi ích gián tiếp này cùng với hội nhập tài chính có thể làm giảm đáng kể chi phí sử dụng vốn cho các doanh nghiệp và giảm rủi ro cho nhà đầu tư.

Ngoài những hiệu quả đạt được theo kiểu cấp số nhân đối với hệ thống ngân hàng và thị trường vốn thì hội nhập tài chính cũng thúc đẩy việc cải cách những chính sách kinh tế vĩ mô tốt hơn, nâng cao hiệu lực của các chính sách này và kỷ luật của thị trường. Thật vậy, hội nhập tài chính làm gia tăng cái giá phải trả từ các lỗi lầm trong hoạch định chính sách và làm tăng thêm những ràng buộc và hạn chế đối với việc điều hành chính sách kinh tế vĩ mô ở các nước đang phát triển, tuy nhiên đây là điều tất yếu phải xảy đến trong quá trình hội nhập, nhưng theo các chuyên gia kinh tế thì những trục trặc này chỉ tồn tại trong ngắn hạn. Trong khi đó tính kỷ luật thị trường đến lượt nó lại tác động trở lại hội nhập và làm cho các chính sách kinh tế vĩ mô ổn định hơn và đáng tin cậy hơn đối với các nhà đầu tư nước ngoài, mà những tác động này lại có hiệu quả dài hạn đối với phát triển kinh tế của một nước.

Cuối cùng, ngoài việc tăng trưởng thông qua các kênh trực tiếp và gián tiếp thì các cơ hội tăng lên do đa dạng hoá rủi ro cùng với hội nhập tài chính có khả năng làm cho chi tiêu cao hơn và ít biến động hơn. Điều

này được lý giải bởi hội nhập tài chính sẽ giúp cho công chúng và các nhà đầu tư có nhiều quyết định và thoải mái hơn trong việc đa dạng hoá các danh mục vốn đầu tư và điều chỉnh việc đi vay và cho vay quốc tế cân bằng với những thay đổi tạm thời trong thu nhập. Chi tiêu tiêu dùng tăng lên và ổn định là một nhân tố làm gia tăng tổng cầu sản phẩm và làm cho các doanh nghiệp và các cá nhân trong nước nỗ lực sản xuất để tăng cung sản phẩm cho thị trường. Những bằng chứng thực tiễn cũng cho thấy rằng trong khi việc đa dạng hóa rủi ro gia tăng đáng kể về mức độ và phạm vi, thì thu nhập của công chúng chủ yếu không đến từ việc giảm thiểu rủi ro mà là thông qua việc đa dạng hóa khả năng gia tăng tỷ suất sinh lợi

trung bình của danh mục đầu tư và điều này làm cho tốc độ tăng trưởng tiêu dùng tăng lên.

Tóm lại, những bằng chứng và số liệu thực tế cho thấy những lợi ích mang lại từ hội nhập tài chính ở các nước đang phát triển là không thể bàn cãi. Tuy nhiên hội nhập tài chính cũng dẫn đến những rủi ro lớn hơn ở các quốc gia này, vấn đề này sẽ được trình bày ở số báo sau ■

Tài liệu tham khảo :

1. *The Road to Financial Integration*. a World Bank policy research report.
2. *The Order of Economic Liberalization Financial Control in the Transition to a Market Economy*.
3. *Financial Reader*. 1990

Hình 2: Danh mục đầu tư vốn cổ phần và phát triển thị trường vốn

