

TRAO ĐỔI VỀ LÝ THUYẾT KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH

Trần Thị Bình An
Đại học Ngân hàng TP.HCM



Khủng hoảng tài chính (KHTC) Mỹ (2007) đến nay vẫn là chủ đề đang được bàn thảo bởi nó đã ảnh hưởng đến thị trường tài chính (TTTC), đến nền kinh tế của nhiều quốc gia trên thế giới trong đó có Việt Nam. Những năm gần đây, giới nghiên cứu vẫn đang thảo luận, theo dõi những biến động trên TTTC cũng như những chính sách điều tiết của Chính phủ, của Ngân hàng Trung ương các nước. Tuy nhiên, vẫn chưa có một cái nhìn thống nhất về KHTC; trên cơ sở tập hợp thông tin từ nhiều nguồn, tác giả muốn trao đổi quan điểm của mình về một số lý luận cơ bản mang tính định tính về KHTC.

Khủng hoảng tài chính là gì?

Cho đến nay, những học thuyết kinh tế kinh điển vẫn không thể nào đưa ra một lý thuyết duy nhất cho khái niệm KHTC (financial crisis). Những nhà kinh tế học chỉ mới có thể đưa ra những lý thuyết gắn liền với từng cuộc khủng hoảng xảy ra trên toàn thế giới. Mà mỗi cuộc khủng hoảng gắn liền với tính thời điểm của nó, bắt nguồn từ những nền tảng kinh tế khác nhau, từ những nguyên nhân, biến cố, từng hành vi ứng xử khác nhau. Do đó, rất khó để có một lý thuyết KHTC duy nhất và đồng nhất, càng khó có thể trình bày một khung lý thuyết thống nhất về KHTC. Như vậy, vấn đề là KHTC là gì?

Theo một nghiên cứu có tựa đề “Sự bùng nổ khủng hoảng - Những ẩn số trong Hệ thống tài chính và sự giám sát chúng” của Hệ thống tài chính Ngân hàng Thế giới (World Bank Financial Systems) phát hành ngày 28/10/2008; thì “KHTC được định nghĩa là một điểm mốc thúc đẩy quá trình tái đánh giá các hành vi và nguyên tắc đang thực hiện trong việc thiết lập các chính sách đối với khu vực tài chính, và có thể dẫn đến một sự thay đổi quan trọng trong cấu trúc và quan điểm về quản lý giám sát trong hệ thống tài chính trên toàn thế giới”. Như vậy, với quan điểm này, KHTC như chốt chặn sau

cùng của những rủi ro bùng phát trong cấu trúc vận hành TTTC. KHTC sẽ là giới hạn của chính nó, để khi mà KHTC diễn ra thì chính là cơ hội để tái thiết lập lại một trật tự vận hành cấu trúc tài chính mới.

Theo một báo cáo của Bà Vũ Thùy Chi - Vụ Chính sách tiền tệ NHNN, thì “KHTC là sự thất bại của một hay một số nhân tố của nền kinh tế trong việc đáp ứng đầy đủ nghĩa vụ, bổn phận tài chính của mình”. Với quan điểm này, KHTC bắt nguồn từ những hiện tượng diễn ra vượt ngoài những trạng thái cân bằng của TTTC. Trong một TTTC thực sự, trạng thái cân bằng tuyệt đối gần như không thể tồn tại, mà luôn có sự vận động theo xu hướng thừa hoặc thiếu. Bất kể sự bất ổn định nào, thừa hoặc thiếu quá mức cũng dẫn đến nguy cơ khủng hoảng.

Dù cho là quan điểm nào đi chăng nữa thì khủng hoảng được xem như một sự tồn tại tất yếu trong quá trình phát triển kinh tế. Vấn đề là ở trạng thái tiềm ẩn hay bùng phát mà thôi.

Dấu hiệu của KHTC

Như đã trình bày ở trên, không thể triệt tiêu tính tiềm ẩn khủng hoảng của nền kinh tế. Tuy nhiên, những bất ổn diễn ra hàng ngày, hàng giờ trong TTTC thì không phải tất cả đều là KHTC. KHTC bản thân nó có một số những biểu hiện cơ bản như sau:

- Các ngân hàng thương mại (NHTM) không hoàn trả được các khoản tiền gửi của người gửi tiền một cách có hệ thống và đồng bộ.
- Các khách hàng vay vốn, gồm cả khách hàng được xếp loại tín nhiệm cao (loại A) cũng không thể hoàn trả đầy đủ các khoản vay cho ngân hàng. Đây là vấn đề mà những nhà kinh tế thường gọi là khủng hoảng tín dụng, nền kinh tế mất khả năng hoàn trả.
- Chính phủ từ bỏ chế độ tỷ giá hối đoái cố định nhằm cứu trợ những khoản nợ mất khả năng thanh toán hàng loạt bằng cách bơm tiền ra nền kinh tế. Nguy cơ lạm phát là tất yếu.
- Tình trạng mất khả năng thanh toán hệ thống bắt nguồn từ các vụ phá sản, kinh doanh thua lỗ và các vấn đề về chi tiêu của Chính phủ. Bản thân Chính phủ cũng gặp khó khăn trong việc tìm nguồn tài trợ khi gặp khó khăn về khả năng thanh toán do những kỳ vọng không sáng sủa trong tương lai, mặc dù trong điều kiện bình thường nền kinh tế hoàn toàn có khả năng chi

trả. Do đó, khi nền kinh tế bị những cú sốc về phá sản thì sẽ xuất hiện hiện tượng mất khả năng thanh toán, và thường có tính dây chuyền. Vì vậy, KHTC là một dạng rủi ro khó kiểm soát.

Có nhiều nghiên cứu cho rằng, có một sự tương quan giữa nỗ lực nhằm tự do hóa các TTTC và số lượng các cuộc KHTC. KHTC thường đi kèm với những nỗ lực nhằm tự do hóa TTTC. Vậy tự do hóa tài chính có mở ra khả năng dẫn đến KHTC? Và việc xảy ra các cuộc KHTC phải chăng là một trong những lý do để người ta ủng hộ quan điểm rằng không nên bãi bỏ các quy định mang tính kiểm soát và tự do hóa quá trình luân chuyển vốn trong thị trường?

Bởi lẽ, trong giai đoạn tự do hóa thị trường, hệ thống tài chính sẽ tích lũy hai đặc tính quan trọng mà có thể từ đó tạo cơ sở hình thành nên khủng hoảng. Thứ nhất, sự tồn tại như một mạng lưới các tổ chức tài chính trung gian, có nghĩa là những khó khăn của một định chế tài chính trung gian có thể nhanh chóng lan rộng đến những tổ chức tài chính khác. Thứ hai, hiện tượng thông tin không cân xứng có thể thúc đẩy hành vi gây nên khủng hoảng hoặc làm cho tình trạng KHTC tồi tệ hơn.

Những giai đoạn của một cuộc khủng hoảng

Những biểu hiện ở mục 2 không thể diễn ra đồng bộ, trong ngày một ngày hai. Một cuộc khủng hoảng luôn có những tiến trình của nó từ khởi đầu cho đến bùng nổ. Dĩ nhiên trong quá trình này, vai trò và các hành vi ứng xử của các chủ thể tham gia trong thị trường là điều cực kỳ quan trọng. Chính những phản ứng mang tính ngẫu nhiên của các chủ thể tham gia trong thị trường sẽ quyết định tính chất, hậu quả, thời điểm diễn ra cuộc khủng hoảng.

Một cuộc KHTC để có thể tồn tại đầy đủ những biểu hiện đề cập ở trên thường trải qua ba giai đoạn. (1) Giai đoạn thứ nhất là giai đoạn nền kinh tế phát triển diễn ra song song với xu hướng tự do hóa nền tài chính. Những quyết định có chủ đích của NHTW nhằm gia tăng tín dụng để khuyến khích phát triển kinh tế, dẫn theo sự gia tăng giá cả của tài sản, đặc biệt là giá bất động sản hay các loại chứng khoán. Sự tăng giá cả này sẽ kéo dài trong một thời gian và tất yếu dẫn đến lạm phát. (2) Giai đoạn thứ hai chính là sự bùng nổ các bong bóng giá cả tài sản (lạm phát). Thường thì giai đoạn này diễn ra trong thời gian ngắn để chuyển tiếp nhanh chóng sang giai đoạn thứ ba. (3) Đó là tình trạng vỡ nợ hàng loạt của các tổ chức và cá nhân đã

vay mượn để đầu tư tài sản ở mức giá cao trong thời kỳ lạm phát. Tiếp theo sự vỡ nợ này các cuộc khủng hoảng trong hệ thống ngân hàng hoặc và trong thị trường ngoại hối sẽ tiếp nối nhau như một làn sóng.

Những khó khăn đi liền với sự vỡ nợ và các cuộc bất ổn trong hệ thống ngân hàng và thị trường hối đoái tất yếu sẽ dẫn đến khó khăn cho các ngành sản xuất trực tiếp của nền kinh tế có thể trong nhiều năm sau.

Giai đoạn 1: Xu hướng tự do hóa tài chính trong nền kinh tế.

Phải nên hiểu hiện tượng này như thế nào cho đúng; vì như thế nào là tự do hóa tài chính? Khi nền kinh tế cần vốn, không lẽ không để cho dòng luân chuyển vốn được tự do điều chỉnh bởi thị trường?

Những lý thuyết tiêu chuẩn về định giá tài sản giả định rằng nhà đầu tư sẽ mua tài sản bằng chính nguồn vốn sở hữu của mình. Trong khi đó, thực tế, rất nhiều những nhà đầu tư quyết định đầu tư bất động sản, chứng khoán hay những tài sản khác bằng nguồn tiền của người khác (nợ). Trong hầu hết các TTTC, mặc dù không phải là toàn bộ nhưng các định chế tài chính trung gian có vai trò rất quan trọng. Việc mua bán kinh doanh bất động sản hay chứng khoán thường được tài trợ từ những nguồn vốn của ngân hàng hay từ những nguồn vốn vay tương tự như vậy. Nếu việc đầu tư thành công, người vay sẽ hoàn trả nợ, giữ lại phần chênh lệch giữa giá trị tài sản và gốc lãi phải thanh toán. Nếu không thành công, người vay sẽ chịu trách nhiệm hữu hạn trên phần tài sản đầu tư, người cho vay sẽ đối mặt với rủi ro.

Vấn đề quan trọng cần chú ý ở đây là nhà đầu tư cần phải kiểm soát được các quyết định đầu tư của mình. Tuy nhiên, trong thực tế, mỗi nhà đầu tư có thể kiểm soát hoạt động của mình, nhưng khi đồng loạt các nhà đầu tư đều có xu hướng vay vốn để đầu tư như nhau thì lúc đó, nhà đầu tư sẽ không kiểm soát được nguồn vốn nữa.

Hơn nữa, một tỷ trọng lớn các quyết định đầu tư trên thị trường được thực hiện bởi các quỹ đầu tư, các công ty tài chính, công ty bảo hiểm... Những tổ chức này đóng vai trò là người đại diện quản lý kinh doanh đầu tư. Nếu chiến lược đầu tư của họ thành công, họ sẽ nhận được phần chia cổ tức; nhưng điều quan trọng nhất là chính thu nhập kỳ vọng về chênh lệch giá mua bán sẽ thu hút được những nhà đầu tư mới trong tương

lai. Bởi vì những người đại diện quản lý kinh doanh này được nhận phí quản lý, chiếm một tỷ lệ nhất định trên phần giá trị thặng dư của tài sản nhờ sự kiểm soát quản lý của họ mà có được, và như vậy họ sẽ càng nhận được nhiều khi hoạt động càng có lợi nhuận. Nếu chiến lược kinh doanh của họ không thành công, chỉ một giới hạn rủi ro do giảm giá mà người đại diện quản lý phải chịu. Trong trường hợp xấu nhất, họ sẽ bị phá sản nhưng trong bất kỳ trường hợp nào thì tài sản mất mát cũng chỉ là hữu hạn.

Do đó, khi các trung gian tài chính (ngân hàng) cho vay để đầu tư chứng khoán hoặc góp vốn vào các quỹ đầu tư hay các công ty tài chính thì sẽ đối mặt với những rủi ro có tính trung gian, như là rủi ro do sự đầu tư không hiệu quả của nhà đầu tư hoặc sự quản lý không hiệu quả của các tổ chức quản lý đầu tư.

Nói một cách đơn giản, hoạt động đầu tư chủ yếu được thực hiện từ nguồn nợ. Những người đi vay chọn loại hình đầu tư (an toàn hoặc rủi ro) và những người cho vay không thể theo dõi nguồn vốn được đầu tư như thế nào. Bằng cách mua những tài sản có tính rủi ro, người đi vay có thể chuyển giao rủi ro về người cho vay. Khi tỷ trọng lớn, những nhà đầu tư trên thị trường đều có thể dễ dàng vay nợ để đầu tư, giá tài sản ở điểm cân bằng sẽ cao hơn so với giá trị gốc của tài sản (là mức giá nếu nhà đầu tư mua bằng chính nguồn vốn của họ). Sự chênh lệch giữa giá cân bằng và giá gốc của tài sản thể hiện sự tăng giá bong bóng. Có hai nhân tố quan trọng quyết định độ lớn của tính bong bóng này, đó là lượng tín dụng tài trợ cho những quyết định đầu cơ và mức độ thông tin không rõ ràng trong thị trường. Độ lớn của hai nhân tố này càng lớn thì độ bong bóng càng lớn.

Như vậy, sự mở rộng tín dụng sẽ tạo nên sự tác động trực tiếp đến giá trị tài sản hiện tại nhưng dường như không thể nào dự tính hoàn hảo mức tín dụng trong tương lai. Bởi mặc dù, NHTW có khả năng giới hạn để kiểm soát lượng tín dụng; nhưng có thể có sự thay đổi trong chính sách ưu tiên, trong cơ chế hành chính hay từ môi trường bên ngoài. Tất cả những điều này có thể làm thay đổi lượng tín dụng sẽ được cấp. Càng không chắc chắn về lượng tín dụng trong tương lai thì càng không chắc chắn về giá trị tài sản trong tương lai. Bởi vì những rủi ro chuyển đổi đó, những thông tin không chắc chắn trên thị trường làm cho tài sản có tính rủi ro càng hấp dẫn đối với những nhà đầu tư từ nguồn vốn vay, và điều này càng làm cho giá tài sản cao lên và bong bóng càng lớn.

Về lý thuyết, dự báo rằng bong bóng sẽ có xu hướng xuất hiện khi mức tín dụng hiện tại cao, khi mức tín dụng tương lai được dự tính sẽ cao hơn và không chắc chắn. Điều này phù hợp với sự thật là nhiều giá cả tài sản bong bóng liên quan đến khủng hoảng gần đây khi mà sự tự do hóa nền tài chính đã được bắt đầu.

Giai đoạn 2: Sự bùng nổ các bong bóng giá cả tài sản (thời kỳ lạm phát khó xác định).

Giai đoạn thứ hai của KHTC liên quan đến sự bùng nổ của tình trạng bong bóng và sự sụp đổ trong giá trị tài sản. Giá cả bong bóng được tích lũy trong quá trình tự do hóa tài chính (giai đoạn 1) sẽ bùng nổ khi thị trường bị tác động bởi một “ cú sốc”.

Bất cứ điều gì ảnh hưởng đến “sức khỏe” của việc kinh doanh mà chỉ có tác dụng “trang điểm” cho nền kinh tế như lợi dụng các cơ chế vận hành của thị trường để đầu cơ chứ không phải đầu tư sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến giá tài sản. Hơn nữa, sự không chắc chắn về các yếu tố này càng dẫn đến sự không chắc chắn về sự biến động giá tài sản.

Giai đoạn 3: Tình trạng vỡ nợ - nền kinh tế mất khả năng thanh toán.

Giai đoạn ba của KHTC xuất hiện sau khi giá tài sản bùng nổ. Trong giai đoạn này sẽ xuất hiện sự vỡ nợ lan rộng và hệ thống ngân hàng sẽ nằm trong tình trạng căng thẳng gay gắt. Nếu sự giảm sút giá tài sản không quá lớn, hệ thống ngân hàng có thể có khả năng sinh tồn. Tuy nhiên, trong trường hợp độ lớn của bong bóng giá tài sản gay gắt hơn; thì hoặc nhiều ngân hàng sẽ phải tuyên bố phá sản, hoặc nền kinh tế phải đối mặt với tình hình khó khăn thanh khoản, hoặc chính phủ phải từng bước giải cứu hệ thống ngân hàng. Đối với những quốc gia nhỏ có thể cũng có khủng hoảng tiền tệ khi chính phủ bắt buộc lựa chọn giữa mức lãi suất thấp để duy trì hệ thống ngân hàng hoặc tăng lãi suất để bảo vệ tỷ giá. Ngay cả khi nếu mức lãi suất tăng lên cũng vẫn có thể có sự di chuyển vốn. Sự gia tăng lãi suất vừa phải có thể không đủ khả năng ngăn chặn sự di chuyển của luồng vốn bởi vì tình trạng yếu kém của hệ thống ngân hàng và sự không chắc chắn về thông tin thường dẫn theo sự hỗn loạn tài chính.

Có lẽ những khía cạnh quan trọng của giai đoạn 3 chính là những tín hiệu về KHTC tác động đến nền kinh tế. Trong thực tế, KHTC thường liên quan đến sự giảm sút đáng kể sản lượng hoặc

ít nhất là sự giảm sút tỷ lệ tăng trưởng. Đã có nhiều nhà kinh tế học chỉ ra rằng có một mối quan hệ giữa khu vực tài chính và các lĩnh vực kinh doanh khác. Bởi vì khu vực tài chính với sự hoạt động của các định chế tài chính trung gian giữ vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tín dụng, tạo tiềm lực về nguồn vốn. Nếu ngân hàng chịu đựng được những đợt sóng rủi ro thất thoát, ngân hàng sẽ phải đối mặt với rủi ro thanh khoản. Tự bản thân ngân hàng có thể chịu trách nhiệm trong một chừng mực nào đó về rủi ro thanh khoản khi có nhiều cách khác nhau để gia tăng nguồn vốn như phát hành chứng khoán hay giảm quy mô những khoản tín dụng mới dự tính thực hiện trong tương lai.

Tăng nguồn vốn mới bằng cách phát hành chứng khoán là một vấn đề không dễ khi ngân hàng trong tình trạng bị bao vây trong khó khăn. Bởi vì trong giai đoạn này, các ngân hàng phải chịu đựng một cách hiệu quả những khoản nợ treo (chấp nhận những khoản nợ mất khả năng thanh toán hiện tại). Những nhà cung ứng vốn qua thị trường chứng khoán mà ngân hàng có thể tiếp cận biết rằng trong tình trạng nợ rủi ro, tiền của họ sẽ di chuyển vào tay những người gửi tiền hoặc/ và những người vay khác (giải quyết rủi ro thanh khoản); vì vậy họ không sẵn sàng cung cấp tiền cho ngân hàng.

Thay vào đó, ngân hàng có thể bán khoản nợ để giảm những khoản nợ treo. Vấn đề ở chỗ là, thị giá tài sản phụ thuộc vào số lượng tiền có trong thị trường. Khi nhiều ngân hàng cố gắng thanh lý các khoản nợ cùng một lúc, giá sẽ giảm xuống bởi lượng vốn trong thị trường bị giới hạn. Vì những lý do trên, nợ treo rất khó giải quyết.

Kết quả là ngân hàng có thể không có sự chọn lựa nào khác ngoài cách giảm cho vay mới. Nếu hệ thống ngân hàng làm điều này cùng lúc sẽ ảnh hưởng quan trọng đến sản lượng, đến “sức khỏe” của nền kinh tế. Điều này đến lượt nó có thể dẫn đến nhiều rủi ro hơn và sự sút giảm hơn nữa các khoản vay theo xu hướng hình xoắn ốc.

Như vậy, giai đoạn 3 của KHTC thường dẫn đến những hậu quả đáng kể trong tình trạng giảm tăng trưởng và sản lượng của nền kinh tế. Đó cũng là lý do để hiểu rằng KHTC rất quan trọng.

Tóm lại, về lý thuyết, KHTC là một tiến trình tự nhiên của chu kỳ kinh tế, cũng như sự bùng nổ tín dụng là hiện tượng tất yếu để nền kinh tế tăng trưởng. Do đó, khó có thể có một chính sách hoàn hảo để chống khủng hoảng. Những điều tiết về cấu trúc hệ thống ngân hàng, về

tư duy quản trị rủi ro, về thói quen kinh doanh ngân hàng mà các quốc gia đang tiến hành hiện nay khó có thể nói đúng hay sai; có thể trong chừng mực nào đó, nó giải quyết được khó khăn tạm thời, nhưng ai có thể đảm bảo những điều tiết nhằm duy trì sự ổn định trong ngắn hạn không là nền tảng cho sự bất ổn trong dài hạn hơn. Vì vậy, giai đoạn 3 có thể xem là “thời điểm” nên để xảy ra khi TTTC đã tích tụ đầy đủ những biến động của khủng hoảng trong giai đoạn 1 và 2 ■

Tài liệu tham khảo

1. George Cooper (2008), *Nguồn gốc khủng hoảng tài chính*, Nhà xuất bản Lao động xã hội (bản dịch của Minh Khôi, Thủy Nguyệt).

2. Katrin Burkhardt and Roland Strausz (2006), *The Effect of Fair vs. Book Value Accounting on Banks*, http://www.defaultrisk.com/pp_score_34.htm.

3. World Bank (2008), *HYPERLINK "The Unfolding Crisis: Implications for Financial Systems and Their Oversight (research)"*, <http://www.worldbank.org/financialcrisis/pdf/UnfoldingCrisis.pdf>. "The Unfolding Crisis: Implications for Financial Systems and Their Oversight (research)", <http://www.worldbank.org/financialcrisis/pdf/UnfoldingCrisis.pdf>.

4. Douglas W. Arne (Jan 2009), *The Global Credit Crisis of 2008: Causes and Consequences*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1400623.

5. European Central Bank (2004), *Fair Value accounting and financial stability* http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=749044.

6. Mark Zandi (July 2008), *Financial Shock – A 360° look at the subprime mortgage implosion and How to Avoid the Next Financial Crisis (E-document from the Library of Melissa Wong)*.

7. Một số bài viết, ý kiến thảo luận không xác định rõ tác giả trên các diễn đàn <http://www.webketoan.vn/> \t "blank" www.webketoan.vn

