

Nhận diện rủi ro hệ thống tài chính Việt Nam khi tham gia thị trường tài chính quốc tế

TS. BÙI TÍN NGHỊ

tiếp theo kỳ trước

2.2. Rủi ro “bong bóng” giá tài sản và bay hơi tài chính (Volatility risk)

Các nhà kinh tế cho rằng, một tài sản tài chính (chẳng hạn như cổ phiếu) được xem là bong bóng khi giá của nó vượt quá giá trị hiện tại của những khoản thu nhập trong tương lai (chẳng hạn như cổ tức hoặc tiền lãi) mà nhà đầu tư nhận được cho đến khi đáo hạn. Nếu các nhà đầu tư tham gia thị trường mua tài sản chỉ với kỳ vọng sẽ bán nó với giá cao hơn sau này, thay vì để hưởng những khoản thu nhập mà nó sẽ tạo ra thì đây là bằng chứng cho thấy tính chất bong bóng đã hiện diện. Tuy nhiên trong thực tế rất khó để biết được khi nào giá tài sản đã thực sự ngang bằng hay cao hơn giá trị được tạo ra từ các yếu tố căn bản của nó. Vì vậy cũng khó để nhận biết một cách xác thực các bong bóng tài sản trừ khi nó quá hiển hiện dưới sự xét đoán của nhiều nhà đầu tư.

Thời kỳ đầu của việc hội nhập thị trường tài chính quốc tế là công việc tiếp nhận các dòng vốn quốc tế đổ vào các nước có nền kinh tế đang phát triển, một mặt là do lãi suất quốc tế thấp, cộng với chính sách ưu đãi khuyến khích đầu tư của các nước này cũng như việc bành trướng quy mô của các tập đoàn tài chính lớn trên thế giới và như vậy dễ dẫn đến bong bóng giá tài sản. Tuy nhiên, hội nhập tài chính quốc tế + chính sách kinh tế tồi = bay hơi tài chính; đây chính là mặt trái thị trường tài chính quốc tế. Chính sách kinh tế tồi là nền kinh tế có tỷ lệ lạm phát cao, bội chi ngân sách, đồng tiền bị đánh giá quá cao, định chế tài chế yếu kém... Hệ quả là sự đảo ngược dòng vốn tư nhân xuất hiện và trở nên mạnh mẽ hơn (Fullbright, 2014).

Trên thực tế, khi xem xét các luồng vốn đổ vào các

nước đang phát triển trong thời kỳ tự do hoá tài chính, Kevin Watkins (2010) chỉ ra rằng, một tỷ lệ lớn vốn nước ngoài rót vào các thị trường mới nổi thực chất là đầu cơ và hoàn toàn không gắn với nền kinh tế hiện thực. Những luồng tiền này không nhằm mục đích tạo ra cơ hội để đầu tư sản xuất và tạo ra việc làm, mà chỉ nhằm vào việc ăn xổi những đồng đôla trong thị trường tiền tệ. Cuộc khủng hoảng tài chính- tiền tệ Đông Á 1997 và sự lây lan của nó sang cả các khu vực khác là một minh chứng rõ rệt nhất về hậu quả trực tiếp xảy ra từ sự đảo ngược đột ngột dòng chảy tài chính khối lượng lớn trên phạm vi toàn cầu. Trong cuộc khủng hoảng này, tình trạng rút vốn diễn ra rất mạnh mẽ đến mức các nhà lãnh đạo các nước này quy trách nhiệm của cuộc khủng hoảng về các nhà đầu cơ.

Nghiên cứu của (Vũ Hải Minh, 2006) cũng cho thấy các luồng vốn tư nhân đổ vào thị trường tài chính thường mang tính đầu cơ và không ổn định, nhằm tối đa hoá lợi nhuận ngắn hạn hơn là trợ giúp cho phát triển dài hạn. Vì thế nó dễ bị đảo ngược khi có những dấu hiệu bất an. Ở Việt Nam mặc dù dấu hiệu này chưa rõ ràng, song nghiên cứu định tính cho thấy trong các dòng vốn đầu tư nước ngoài vào TTCK các nước Đông Nam Á, duy nhất Việt Nam duy trì ổn định dòng vốn đầu tư nước ngoài, trong khi Thái Lan bị rút ròng hàng tỷ USD trong năm 2013, Indonesia và Philipin cũng bị rút vốn vào các tháng cuối năm. Xu hướng này vẫn tiếp tục được duy trì với giá trị ròng đạt được về cổ phiếu 312 triệu đô và trái phiếu khoảng 600 triệu đô tính đến tháng 6/2014 (Biểu đồ 9).

Tuy nhiên, nếu xem xét chi tiết cụ thể luồng vốn dịch chuyển trên TTCK Việt Nam trong thời gian



qua có thể thấy mặc dù dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài trên TTCK (FPI) đã được chú trọng thu hút, song nếu so với dòng vốn FDI, vốn FPI chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ (%GDP). Lượng vốn FDI tại thời điểm cuối năm 2013 gấp khoảng hơn 30 lần lượng vốn FPI. Hơn nữa nguồn vốn FPI chịu ảnh hưởng nhanh và mạnh hơn bởi suy thoái kinh tế toàn cầu 2008. Trong khoảng thời gian khủng hoảng tài chính toàn cầu từ năm 2007 tới cuối năm 2013, lượng vốn FDI giảm 35,3% trong khi đó lượng vốn FPI sụt giảm mạnh tới 97,7%, gần gấp 3 lần so với mức suy giảm vốn FDI.

Mặt khác, nếu xét riêng kênh thu hút vốn thông qua các quỹ đầu tư nước ngoài, dòng vốn dường như vẫn tiếp tục hướng tới thị trường Việt Nam kể cả khi thị trường có sự điều chỉnh mạnh từ 2008 tới 2011. Kênh này đang ngày một chứng tỏ là một trong những nguồn huy động vốn dài hạn quan trọng cho nền kinh tế, đặc biệt là sự xuất hiện của ba quỹ hoá đơn danh mục (ETF- Exchange Traded Fund) trong thời gian gần đây. Năm 2011, hai quỹ ETF đầu tiên đã góp phần huy động lên tới 150 triệu USD vốn ngoại vào thị trường Việt Nam, con số này năm 2012 chỉ đạt 80 triệu USD (FTSE Vietnam ETF thu hút 28,5 triệu USD và Market Vectors Vietnam ET thu hút được 52,24 triệu USD). Trong năm 2013-2014, có xuất hiện sự rút vốn của NĐT nước ngoài tại các quỹ này, tuy nhiên quy mô không lớn và tính bình quân cả năm thì hai quỹ ETF này vẫn duy trì trạng thái vào ròng, trong đó tính toàn năm 2013, Market Vectors Vietnam ETF đã tiếp nhận tổng

cộng 66,88 triệu USD vốn ngoại, con số này tiếp tục tăng trong quý 1 năm 2014, đạt 83,37 triệu USD. Mặc dù vậy, nếu xét chung toàn thị trường, nhìn vào lịch trình thoái vốn của các quỹ thì dòng vốn ra hàng năm cũng không hề nhỏ. Theo kế hoạch thoái vốn năm 2014 có hơn 1.500 triệu USD được rút ra khỏi TTCK Việt Nam. Rõ ràng tính bất ổn định của dòng vốn FPI là rất lớn, dễ dàng dịch chuyển hoặc “bốc hơi” khi có những biến động mạnh trên thị trường tài chính quốc tế hoặc kể cả khi trong điều kiện kinh tế bình thường, điều này vẫn diễn ra như lịch trình thoái vốn đã được hoạch định trước đó.

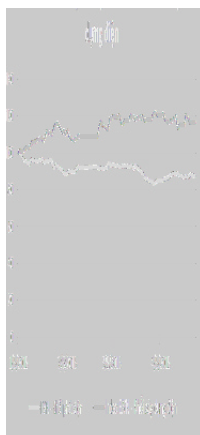
2.3. Rủi ro vỡ nợ

Như đã đề cập ở trên, quá trình tham gia thị trường tài chính quốc tế sẽ giúp các nước đang phát triển đẩy nhanh quá trình công nghiệp hoá bằng việc vay vốn từ các nước phát triển. Nhưng gánh nặng của việc trả lãi đã vượt quá sức chịu đựng của phần lớn các nền kinh tế đang phát triển. Việc trả nợ là nguyên nhân chính yếu làm giảm cơ hội tăng trưởng của các nước đang phát triển. Kinh nghiệm quốc tế cho thấy, nợ của các nước thuộc thế giới thứ ba tăng lên không chỉ vì các khoản vay mới mà còn vì sự tích tụ tiền lãi, trong khi đó thế giới thứ 3 chưa có năng lực thanh toán ngay số lãi ấy. Kết quả, đa số các nước vay nợ nhiều ngày càng bất lực trong việc trả nợ, dù nhiều nước đã cố gắng vượt quá khả năng của nó, với việc bòn rút nền kinh tế, thậm chí đưa đến khủng hoảng.

Hiện nay, trong tổng nợ vay của Chính phủ Việt Nam đến hết năm 2014 là 1,866 triệu tỉ đồng thì có 45,58% là vay nợ nước ngoài. Tuy nhiên, cơ cấu này có thể không đứng vững nếu tính đến cả nợ của khối doanh nghiệp (không tính các khoản Chính phủ vay về cho vay lại hoặc được bảo lãnh vì những

Biểu đồ 9. Dòng vốn đổ vào các nước Đông Nam Á từ năm 2007

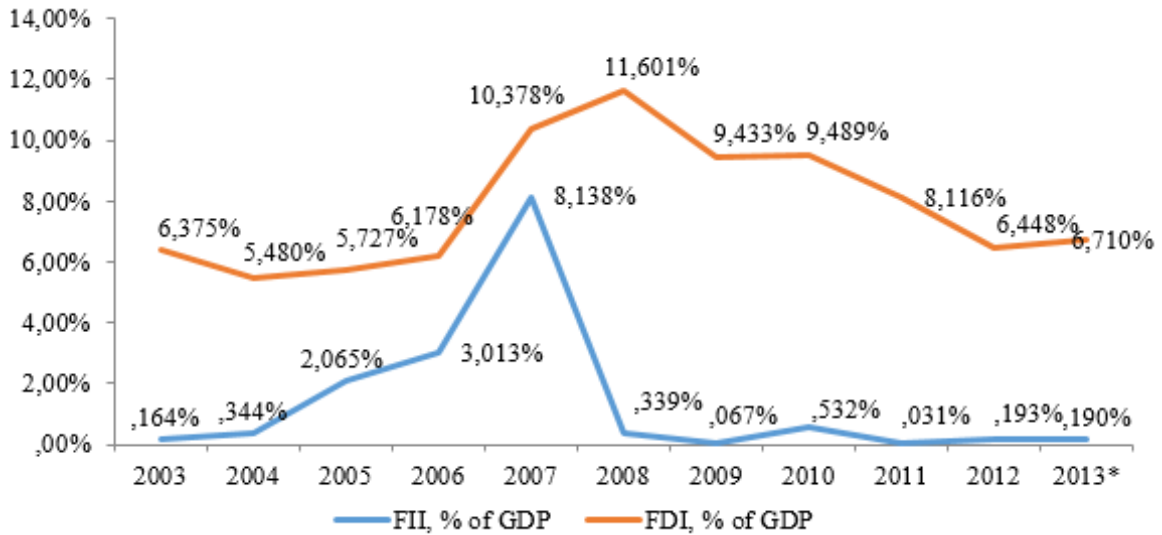
Đơn vị: triệu USD



Nguồn: CafeF



Biểu đồ 10. Quy mô vốn FDI và FPI so với GDP



Nguồn: Tổng cục Thống kê

khoản này đương nhiên tính vào nợ công). Các khoản phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp lớn trong vài năm gần đây ra thị trường vốn quốc tế với quy mô phát hành mỗi đợt từ 200 triệu đô la Mỹ trở lên với lãi suất cao cũng đang tăng dần lên. Trong đó có cả đợt phát hành của ngân hàng thương mại cổ phần có vốn nhà nước chi phối như VietinBank (250 triệu đô la năm 2013). Dù đó là nợ của doanh nghiệp nhưng vì vay của nước ngoài nên vẫn tính là nợ nước ngoài của quốc gia. Các khoản nợ nước ngoài thường có kỳ hạn tới vài chục năm, lãi suất bình quân cũng chỉ 2,6% nhưng nếu tổng hợp lại thì con số trả lãi cũng tới vài chục nghìn tỷ đồng, tạo ra

sức ép trả nợ gốc và lãi trong tương lai lớn.

2.4. Rủi ro giám sát

Theo các nhà nghiên cứu, việc tham gia vào thị trường tài chính quốc tế bản thân nó không gây ra khủng hoảng tài chính, nhưng việc thiếu vắng cơ chế giám sát tài chính thích hợp và không có phương thức điều hành chính sách kinh tế vĩ mô thích hợp thì hội nhập tài chính có thể tạo ra nhiều vấn đề. Không có quy định và giám sát hợp lý thì các định chế tài chính có khả năng ứng xử một cách bừa bãi cộng với những bất cập trong quản lý kinh tế vĩ mô có thể gây ra khủng hoảng niềm tin và

Bảng 3. Lịch trình thoái vốn của các nhà quản lý quỹ nước ngoài và các quỹ niêm yết tại Việt Nam

2011		2012		2013		2014		2015	
Số lượng quỹ	NA \$ml	Số lượng quỹ	NA \$ml	Số lượng quỹ	NA \$ml	Số lượng quỹ	NA \$ml	Số lượng quỹ	NA \$ml
KIMTC Worldwide Fund 1	40	VOF	229	Vietnam Holding (VNH)	69	VF1	40	PXP Vietnam Fund Ltd	42
KIMTC Worldwide Fund 2	70	VOF	142	VOF	728	PCA Vietnam Segregated	152	Aseana Properties	214
VF2	na	Vietnam Equity Holding (VEH)	70	Vina capital Vinaland	690			MAFPF1	7
		Vietnam Properties Holding (VPH)	51	PRUEF 1	20			VFA	10
		Mekong Enterprise Fund I	16	Viet capital Healthcare Fund	25				
		Viet capital Fund	40						
Tổng công/năm (triệu USD)	110		911		1.532		192		273

Nguồn: Thống kê từ LFC Rothschild và website các quỹ

châm ngòi cho khủng hoảng kinh tế. Ở các nước đang phát triển, nơi mà quy mô và chiều sâu của thị trường tài chính còn thấp thì việc khủng hoảng niềm tin có thể trầm trọng hơn nữa bởi hành động theo “xu hướng bầy đàn” và “dòng



vốn cộng sinh chảy ồ ạt” của các nhà đầu tư (TS. Nguyễn Thị Ngọc Trang, “Những cơ hội và thách thức cho lộ trình tự do hóa dịch vụ tài chính”). Chính vì vậy, Hiệp định chung về thương mại dịch vụ trong WTO (GATS) cho phép Chính phủ các nước được áp dụng các biện pháp thận trọng để đảm bảo sự thống nhất và an toàn của hệ thống tài chính. Ngoài ra trong trường hợp một quốc gia thành viên gặp phải những khó khăn nghiêm trọng trong cán cân thanh toán quốc tế thì những điều khoản của GATS cũng cho phép các quốc gia này được duy trì những hạn chế tạm thời đối với thương mại dịch vụ.

Năm 1995, hai nhà nghiên cứu Kamisky và Reinhart và một số nhà nghiên cứu khác đã xác định một loạt các nhân tố đằng sau những vụ đổ vỡ ngân hàng trên thế giới. Những nhân tố này bao gồm: Sự không ổn định có tính vĩ mô như sự thất thường của hoạt động thương mại; tính áp đặt trong chính sách tỷ giá và lãi suất; sự bùng nổ của hoạt động cho vay; sự sụt giá tài sản, sự du nhập vốn một cách ồ ạt; sự chuẩn bị chưa kỹ lưỡng để sẵn sàng tiến hành mở cửa, và sự không tuân thủ tính logic và trình tự của những cải cách tài chính. Nói tóm lại, nguyên nhân chính của các cuộc khủng hoảng tài chính lại chính là những yếu kém tiềm ẩn của hệ thống ngân hàng, sự thiếu lành mạnh của hệ thống chính sách quản lý vĩ mô, sự thiếu vắng của một chế độ giám sát, kiểm tra có hiệu quả và sự sai lệch trong đường lối cải cách, chứ không xuất phát từ bản thân quá trình tự do hóa tài chính. Điều này có thể được lý giải:

Một là, do quá trình tự do hóa tài chính và mở cửa thị trường vốn đã khuyến khích quá trình vay nợ bằng ngoại tệ, vì lãi suất thấp hơn, rủi ro thấp hơn. Thủ tục vay nợ của tư nhân phải thông qua sự bảo lãnh của Chính phủ hoặc các tổ chức ngân hàng. Tuy nhiên, do thiếu thông tin nên Chính phủ không thể kiểm soát nổi nợ nước ngoài của tư nhân, do đó cũng có thể xảy ra các rủi ro tài chính. Bên cạnh các khoản nợ nước ngoài của tư nhân, nợ nước ngoài của Chính phủ nếu không có khả năng trả nợ cũng có thể đưa đến rủi ro và châm ngòi cho khủng hoảng tài chính như đã đề cập ở phần trên.

Hai là, việc mở cửa thị trường tài chính có thể có

Biểu đồ 11. Gánh nặng trả nợ của Việt Nam

Đơn vị: Nghìn tỷ đồng



Nguồn: Bộ Tài chính

nguy cơ làm xao nhãng hoặc thiếu tập trung trong việc điều hành để thực hiện các mục tiêu quốc gia vì các tổ chức, doanh nghiệp nước ngoài sẽ không quan tâm đến một mục đích nào khác ngoài mục đích lợi nhuận. Đặc biệt, trong điều kiện hệ thống tài chính nội địa có khả năng cạnh tranh kém, nền tài chính có nguy cơ bị thống trị bởi các tổ chức, doanh nghiệp tài chính nước ngoài thì quyền lực kiểm soát, không chế và điều khiển thị trường tài chính của Nhà nước sẽ dần bị thu hẹp lại, và do đó có thể phương hại đến mục tiêu chiến lược của quốc gia.

Ba là, thị trường phát triển nhanh chóng đã kéo theo nhiều bất cập, trình độ quản trị điều hành, giám sát từng định chế và toàn bộ thị trường chưa bắt kịp với tốc độ phát triển nhanh chóng của thị trường tài chính. Bên cạnh đó, vẫn tồn tại khoảng cách lớn của Việt Nam với chuẩn mực an toàn và giám sát tài chính của khu vực và thế giới. Minh chứng cho sự hạn chế này là đã có không ít các loại hình hoạt động mang bản chất ngân hàng nhưng chưa được quy định trong khuôn khổ kiểm soát của các cơ quan quản lý. Đó là các tập đoàn tài chính với mô hình công ty mẹ là ngân hàng thương mại và các công ty con, công ty liên kết là các công ty chứng khoán, bảo hiểm tạo nhiều rủi ro qua giao dịch nội bộ, sở hữu chéo và gần đây là hoạt động ngân hàng ngầm là các dịch vụ tín dụng được cung ứng bởi các định chế tài chính nhưng không nằm trong sự kiểm soát của ngân hàng trung ương. Trong thời gian tới, với việc ra đời TTCK phái sinh Việt Nam cộng với việc cho phép các định chế tài chính nước ngoài được cung ứng tất cả các sản phẩm tài chính theo



quy định của pháp luật. Điều này tạo ra áp lực cho hệ thống giám sát khi kỹ năng, trình độ, công nghệ phát triển sản phẩm tài chính của các tổ chức nước ngoài đã đạt đến mức tinh vi, tinh xảo.

Bốn là, những vấn đề nội tại của hệ thống giám sát tài chính quốc gia làm hạn chế việc giám sát, điều tiết dòng luân chuyển vốn trên thị trường tài chính.

- Giám sát tài chính ở Việt Nam chưa hình thành một hệ thống mà đang được tiến hành riêng rẽ cho từng lĩnh vực. Ngay cả việc giám sát riêng rẽ đó cũng nặng về giám sát tuân thủ hơn là giám sát rủi ro. Trong khi đó, nói đến hệ thống tài chính là nói đến những rủi ro có tính hệ thống, là những rủi ro trong từng lĩnh vực và rủi ro chéo từ lĩnh vực này sang lĩnh vực khác. Và nếu hiểu theo nghĩa đó có thể thấy, hệ thống giám sát tài chính của Việt Nam còn rất sơ khai.

- Việc giám sát an toàn vĩ mô tại Việt Nam trước đây chưa thực sự được chú trọng. Các cơ quan quản lý tài chính tại Việt Nam (NHNN, Ủy ban Chứng khoán nhà nước, Cục bảo hiểm) chỉ thực hiện chức năng quản lý, thanh tra, kiểm tra, giám sát theo từng lĩnh vực về ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm cụ thể; trong đó chủ yếu tập trung vào công tác giám sát an toàn vi mô trên cơ sở thiên về giám sát tuân thủ hơn là giám sát dựa trên rủi ro. Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia không có chức năng giám sát từng định chế tài chính mà chỉ tham mưu cho Chính phủ trong giám sát tổng thể thị trường tài chính. Những báo cáo giám sát thị trường tài chính của các cơ quan nêu trên cũng chưa thể coi là một báo cáo giám sát an toàn vĩ mô theo thông lệ quốc, cụ thể báo cáo giám sát chưa thực sự phản ánh được các dấu hiệu cảnh báo và chưa hỗ trợ cho công tác thanh tra tại chỗ trong việc xác định trọng tâm, trọng điểm, hướng tập trung vào khu vực nhiều rủi ro. Việc kết hợp phân tích định tính và định lượng chưa được coi trọng dẫn đến khả năng cảnh báo rủi ro về tổ chức, hoạt động, kiểm soát... không cao. Tuy nhiên, những năm gần đây, việc giám sát an toàn vĩ mô đang từng bước được cải thiện trên cơ sở Chính phủ và các cơ quan trong mạng lưới an toàn tài chính đã nhận thức rõ tầm quan trọng của công tác giám sát an toàn vĩ mô đối với sự ổn định của hệ thống tài chính (Võ Trí Thành, 2012).

- Về kỹ thuật, cho đến giờ hoàn toàn chưa có một

quy định chung nào về giám sát hệ thống tài chính tổng quát. Mặc dù các chỉ tiêu giám sát từ xa theo CAMELS đã bắt đầu được cơ quan thanh tra ngân hàng áp dụng, nhưng đó mới chỉ là những chỉ tiêu mang tính định lượng và chỉ áp dụng cho các ngân hàng thương mại cổ phần, quỹ tín dụng nhân dân. Những giá trị chỉ dẫn của chỉ tiêu định lượng thường rất hạn chế bởi những chỉ tiêu này dựa trên chuẩn kế toán Việt Nam và phải căn cứ vào kết quả thống kê, mà kết quả thống kê thì phụ thuộc vào thời gian cuối quý, cuối năm... trong khi đó, rủi ro thì đến từng ngày.

3. Một số khuyến nghị

Hiện nay vẫn còn có một số quan điểm cho rằng, những ích lợi đạt được từ việc tham gia hội nhập vào thị trường tài chính quốc tế không đủ lớn đến mức có thể bù đắp được những thiệt hại từ tiến trình này. Nhưng bất chấp những hoài nghi và cho dù có sẵn sàng hay chưa, hầu như không có cơ hội lựa chọn nào khác ngoài việc chấp nhận một thực tế hiển nhiên là chúng ta phải bị cuốn theo cơn lốc toàn cầu hóa tài chính. Những tiến bộ trong hệ thống thông tin và những phát triển vượt bậc trong các dịch vụ tài chính đã làm cho toàn cầu hóa tài chính là không thể tránh được. Vấn đề ở chỗ là chúng ta sẽ quyết định hội nhập như thế nào, lựa chọn những chính sách nào để mang lại lợi ích cho nền kinh tế và tránh được những cuộc khủng hoảng tiềm tàng.

Điều kiện tiên quyết để tham gia thị trường tài chính quốc tế thành công là phải có một khung pháp lý tài chính lành mạnh, đặc biệt là một vị thế tài chính vững chắc; không có những biến dạng lớn trong giá cả do chính sách bảo hộ quá mức. Rủi ro bầy đàn sẽ được giảm thiểu trong một thị trường tài chính có tính minh bạch thông tin cao. Tình trạng thông tin bất cân xứng trên TTCK Việt Nam thời gian qua cũng như việc sụt giảm quá nhanh của TTCK thời gian gần đây đã làm suy giảm lòng tin của nhà đầu tư vào TTCK. Một trong những nguyên nhân của việc suy giảm lòng tin nhà đầu tư đó chính là việc họ không có cơ hội tiếp cận được với các thông tin chính thức trước khi đưa ra quyết định đầu tư. Do đó, cần củng cố lòng tin của nhà đầu tư cũng như tăng cường sự quản lý nhà nước về chứng khoán và



TTCK. Thông tin càng minh bạch, càng rõ ràng thì niềm tin của công chúng đầu tư vào TTCK càng lớn. Niềm tin của công chúng đầu tư là động lực thúc đẩy thị trường ngày càng phát triển, vượt qua những giai đoạn khó khăn thử thách. Để thành công trên TTCK ngoài kiến thức, tiền bạc, sự kiên nhẫn, sự may mắn thì lòng tin vẫn là nhân tố có ý nghĩa quyết định. Nếu không có lòng tin vào thị trường, không có lòng tin vào tổ chức phát hành thì chắc chắn nhà đầu tư không thể đầu tư tiền bạc của mình vào được. Nói một cách khác đi, lòng tin của nhà đầu tư quyết định đến sự phát triển của TTCK.

Tiếp đến là phải xây dựng được chính sách kiểm soát dòng vốn để cho các nhà đầu tư nắm bắt. Một khi được kết hợp với những chính sách kinh tế vĩ mô khác, kiểm soát vốn sẽ làm thay đổi một cách hợp lý kết cấu của dòng vốn chảy vào theo hướng chúng ta ngầm khuyến khích các dòng vốn dài hạn, từ đó hạn chế rủi ro bay hơi tài chính và vỡ nợ. Cụ thể cần xây dựng các giải pháp vĩ mô nhằm ổn định hệ thống tài chính quốc gia, nâng cao khả năng phòng vệ trước rủi ro phát sinh từ dòng vốn quốc tế: Thực hiện chính sách tài khóa và chính sách quản lý nợ công hợp lý, thận trọng, phù hợp với chính sách tiền tệ, bảo đảm mục tiêu duy trì tăng trưởng bền vững của nền kinh tế; Nâng cao hiệu quả đầu tư công và quản lý nợ công chặt chẽ và an toàn; Nâng cao hiệu quả thu hút và sử dụng vốn nước ngoài vào các lĩnh vực công nghệ cao, thân thiện với môi trường, tiết kiệm năng lượng, phát triển nhân lực chất lượng cao; Phân công rõ trách nhiệm của các bộ, ngành trong hoạt động quản lý vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài; Tăng tỷ lệ tiết kiệm và đầu tư của khu vực tư nhân, giảm dần tỷ trọng đầu tư công. Ngoài ra, xây dựng vững chắc cơ sở hạ tầng thị trường bao gồm các tiện nghi trong lĩnh vực ngân hàng và dịch vụ tài chính. Những tiêu chuẩn quốc tế về cơ sở hạ tầng trên thị trường tài chính nên được tham khảo và vận dụng phù hợp, trong đó chú trọng (1) cải thiện tốc độ thanh toán gắn liền với bảo mật trong hệ thống thông tin và (2) đẩy nhanh tốc độ phát triển của các định chế tài chính trung gian nhằm tăng cường khả năng cạnh tranh nhưng song song đó vẫn phải đảm bảo đáp ứng những chuẩn mực theo thông lệ thị trường khu vực và quốc tế. Đặc biệt, cần phải khuyến khích một cách mạnh mẽ

sự phát triển của các định chế tài chính trong nước, những định chế này có thể hoạt động như một đối trọng đối với các nhà đầu tư nước ngoài. Sự hiện diện của các nhà đầu tư trong nước làm cho các nhà đầu tư nước ngoài an tâm hơn về vấn đề tôn trọng của quốc gia đối với quyền quản lý và sở hữu tài sản. Vấn đề cốt lõi là sự an toàn của hệ thống tài chính nội địa và chính các nhà đầu tư trong nước mới là nhân tố quyết định để hội nhập thành công. Hơn nữa, một nội dung không thể thiếu là tăng cường vai trò và hoạt động hợp tác của các cơ quan quản lý, giám sát. Hiện nay, tại Việt Nam, mỗi định chế tài chính trung gian đều có một cơ quan quản lý và giám sát trực tiếp. Với 3 cơ quan giám sát chuyên ngành và một cơ quan giám sát chung, rất dễ xảy ra khả năng hoạt động của các cơ quan này bị trùng lặp và chồng chéo. Chính vì vậy, để hoạt động của các cơ quan chức năng này có hiệu quả, tổ chức bộ máy, quyền hạn và trách nhiệm của mỗi cơ quan này cần được quy định rõ ràng. Trong đó đặc biệt là cơ quan giám sát chung như Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia, nội dung hoạt động của cơ quan này cần đảm bảo không trùng lặp với các cơ quan quản lý và giám sát trực tiếp của các định chế tài chính trung gian.

Tuy nhiên, cũng cần lưu ý là các định chế tài chính trung gian không phải hoạt động riêng rẽ với nhau mà cùng hoạt động trong một hệ thống tài chính quốc gia. Chính vì vậy, hoạt động của các cơ quan quản lý và giám sát cần có sự liên kết và trao đổi thông tin để có thể quản lý được hệ thống tài chính nói chung. Có thể học tập kinh nghiệm của Australia trong đó các cơ quan quản lý cùng hợp tác để thành lập Hội đồng các Cơ quan Giám sát Tài chính (Council of Financial Regulators). Tại Australia, Hội đồng các Cơ quan Giám sát Tài chính bao gồm 4 cơ quan giám sát: Ngân hàng Dự trữ Australia (RBA)- Chủ tịch Hội đồng; Tổ chức quản lý thận trọng Australia (APRA); Kho bạc; Ủy ban chứng khoán Australia (ASIC). Hội đồng các Cơ quan Giám sát Tài chính được thiết lập ra trên tinh thần hợp tác tự nguyện giữa các cơ quan giám sát (khác với các cơ quan quản lý như Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia ở Việt Nam do Thủ tướng Chính phủ thành lập) với vai trò là diễn đàn trao đổi thông tin giữa các cơ quan này đối với vấn đề hiệu



lực và hiệu quả của các quy định pháp luật trong ngành tài chính và đảm bảo cho sự ổn định và an toàn chung của hệ thống tài chính quốc gia cũng như tư vấn chính sách cho Nhà nước. Hội đồng các Cơ quan Giám sát Tài chính được Ngân hàng Dự trữ Australia đứng ra làm chủ tịch và tổ chức họp lãnh đạo các cơ quan giám sát tài chính mỗi Quý 1 lần. Trong trường hợp cần thiết, có thể có nhiều phiên họp bất thường trong giai đoạn khủng hoảng. Các cơ quan thành viên tại các phiên họp này trao đổi thông tin quản lý cho nhau và cùng thảo luận, và nếu cần, cộng tác với nhau để ứng phó với những mối đe dọa với sự an toàn và ổn định tài chính của hệ thống. Hội đồng này cũng đã đứng ra trực tiếp hợp tác với quốc gia trong khu vực là New Zealand để thành lập Hội đồng Cơ quan Giám sát Tài chính Châu Úc nhằm trao đổi thông tin hiệu quả giữa hai quốc gia trong khu vực.

Việc thành lập một Hội đồng các Cơ quan Giám sát Tài chính ở Việt Nam là hoàn toàn khả thi khi mà các cơ quan giám sát được nói đến ở trên đều trực thuộc Bộ hoặc cơ quan ngang Bộ, ngoại trừ Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia là cơ quan chịu sự quản lý trực tiếp của Thủ Tướng chính phủ. Một tổ chức chung như vậy, có thể giúp cho các cơ quan quản lý có được sự liên kết chặt chẽ và hoạt động trao đổi thông tin trong các vấn đề về chính sách đối với lĩnh vực tài chính và các định chế tài chính. Hội đồng các Cơ quan Giám sát Tài chính có thể do Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia hoặc Ngân hàng Nhà nước hoặc Bộ Tài chính (các cơ quan quản lý cấp nhà nước) làm chủ tịch để thiết lập một diễn đàn chung cho việc hợp tác giữa các cơ quan chức năng thực hiện giám sát và quản lý trực tiếp các định chế tài chính trung gian. Để đảm bảo an toàn tài chính

xem tiếp trang 26

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Võ Trí Thành (2012), *Tái cấu trúc hệ thống tài chính Việt Nam: Vấn đề và định hướng những giải pháp cơ bản*, Diễn đàn kinh tế mùa xuân 2012.
2. Lê Xuân Vinh (2007), *Các giải pháp kiểm soát an ninh tài chính trong tiến trình tự do hoá tài chính của Việt Nam hiện nay*, LATS.
3. Lê Xuân Sang (2013), *Tái cơ cấu hệ thống giám sát thị trường tài chính Việt Nam*, Tạp chí Quản lý kinh tế số 56.
4. Anjian Thakor (2014), *International financial market: A diverse system is the key to commerce*, Center for Capital markets.
5. Sergio L. Schmukler (2004), *Benefits and risks of financial globalization: Challenges for developing countries*, Development research group, World Bank.
6. Peter B. Kenen (2007), *The benefits and risks of financial globalization*, Cato Journal, Vol 27. No2.
7. "Australia: Financial Safety net and Crisis Management Framework – Technical note", IMF Country Report No. 12/310, 2012, International Monetary Fund
8. Philip Arestis (2003), *Financial globalization and regulation*, Working paper No.397
9. Roberto Frenkel (2013), *The challenges of financial globalization*, University of Buenos Aires.

SUMMARY

Identifying risks of Vietnam financial system in the financial integration context

The financial system, characterized by the presence of financial institutions and financial markets (including money market, banking credit market and stock market) plays an important role in mobilizing and allocating funds efficiently in the economy. Along with the trend of globalization and financial freedom, Vietnam financial system has gradually participated in international financial markets in order to further improve the ability to mobilize and allocate resources which will contribute to promote sustainable economic growth. However, parallel to this process, Vietnam financial system also faces many risks as financial insecurity resulting from crisis; financial monitoring risk and other risks directly affect the operation of financial institutions and financial markets. This article will identify above risks with specific evidences, thereby giving some policy recommendations to limit the negative impacts from the participation of international financial markets in future.

Key words: International financial market, Risks of financial system, Vietnam.

Bui Tin Nghi, PhD

Working Organization: Banking Academy.

THÔNG TIN TÁC GIẢ

Bùi Tín Nghi, Tiến sĩ

Đơn vị công tác: Bí thư Đảng ủy, Giám đốc Học viện Ngân hàng

Lĩnh vực nghiên cứu chính: Ngân hàng, hệ thống thanh toán, kế toán, kiểm toán nội bộ ngân hàng thương mại

Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải: Tạp chí Ngân hàng, Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng

Email: nghibt@hvn.edu.vn



This article investigates the existence of size and value effect in Vietnam stock market. We employ quantitative analysis for the period from 01/2010 to 12/2014. We find that there is no evidence to support size effect in Vietnam stock market. Moreover, we examine the value effect when the value is proxied by ME/BE and results support previous results when portfolios are sorted according to EP, CP, DP but not BM.

Keywords: stock returns, size effect, value effect.

Vinh Xuan Vo, Assoc. Prof. PhD.

Working Organization: University of Economic Hochiminh City

Phong Van Vo, MEd.

Working Organization: Ho Chi Minh City Department of taxation, County Tax of Three District

THÔNG TIN TÁC GIẢ

Võ Xuân Vinh, Phó Giáo sư, Tiến sĩ

Đơn vị công tác: Khoa ngân hàng, Trường Đại học kinh tế Tp HCM và Trung tâm Pháp Việt đào tạo về quản lý (CFVG) Thành phố Hồ Chí Minh.

Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kinh tế vĩ mô, Tài chính, Ngân hàng, Quản trị doanh nghiệp

Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải: Global Finance Journal; Research in International Business and Finance; Applied Financial Economics; Applied Economics; International Review of Financial Analysis; Emerging Markets Finance and Trade; Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis; International Finance Review; Journal of Multinational Financial Management, Emerging Markets Review; The Business Review, Cambridge; Academy of Taiwan Business Management Review; Afro-Asian Journal of Finance and Accounting; International Journal of Banking, Accounting and Finance; International Journal of Monetary Economics and Finance; Tạp chí Phát triển Kinh tế, Tạp chí Kinh tế và Phát triển, Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế, Tạp chí Phát triển khoa học và công nghệ, Tạp chí Công nghệ ngân hàng, Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng

Võ Văn Phong, Thạc sĩ

Đơn vị công tác: Chi cục Thuế Quận 3 - Cục Thuế Thành phố Hồ Chí Minh

Lĩnh vực nghiên cứu chính: Kinh tế vĩ mô, Tài chính, Ngân hàng

Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải: Tạp chí công nghệ ngân hàng, Tạp chí Khoa học Đại học Mở TP Hồ Chí Minh.

Email: vvphong.hcm@gdt.gov.vn

tiếp theo trang 18

“3 nhà” còn lại để hình thành vùng nguyên liệu sản xuất; hỗ trợ đầu vào và thu mua sản phẩm cho nông dân, từng bước tiến tới xây dựng thương hiệu sản phẩm nông sản. Đối với nhà nông là những người trực tiếp thực hiện sản xuất, canh tác cần phải chủ động nâng cao kiến thức để tiếp cận với khoa học kỹ thuật mới, sát cánh với doanh nghiệp để sản xuất những sản phẩm hiệu quả kinh tế cao.

Thứ tư, thực hiện đào tạo nâng cao trình độ, tay nghề cho nông dân và lao động nông thôn. Nghiên cứu thực trạng đã cho thấy nông dân và lao động nông thôn đa phần là không được đào tạo và cập nhật tiến bộ về giống, kỹ thuật chăm sóc, không có tay nghề chuyên môn vững vàng. Tại các địa phương, đối tượng lao động phổ thông không có việc làm dư thừa khá nhiều, khiến cho công tác ổn định an ninh trật tự, phát triển kinh tế gặp rất nhiều khó khăn. Hơn nữa, với những lao động không có tay nghề thường rất khó có khả năng tiếp cận nguồn vốn tín dụng ngân hàng, hoặc tiếp cận được nhưng không có khả năng xây dựng phương án sử dụng vốn một cách có hiệu quả. Việc đào tạo nghề, nâng cao trình độ, nhận thức cho nông dân và lao động

nông thôn có ý nghĩa thiết thực đối với quá trình triển khai xây dựng nông thôn mới, phát huy hiệu quả của nguồn vốn tín dụng, cải thiện điều kiện vật chất và tinh thần cho người dân. Việc thực hiện đào tạo nghề phải xuất phát từ nhu cầu sử dụng lao động thật sự của các doanh nghiệp trên địa bàn, dựa trên nhu cầu thực tế về nghề nghiệp của người dân, đồng thời phải gắn với giải quyết việc làm, chuyển dịch cơ cấu lao động tại địa phương, gắn với xóa đói giảm nghèo và góp phần bảo đảm an sinh xã hội ở nông thôn, gắn với xây dựng nông thôn mới. ■

tiếp theo trang 7

cho các định chế trung gian và cho hệ thống, Hội đồng các Cơ quan Giám sát Tài chính cần hoạt động thường xuyên trong thời kỳ kinh tế bình thường cũng như trong giai đoạn khủng hoảng tài chính. Mỗi Quý các cơ quan chức năng họp một phiên, trong trường hợp cần thiết có thể họp bất thường để cùng thảo luận chính sách chung trong giai đoạn kiểm soát hoặc giải quyết khủng hoảng hoặc khi trong nền kinh tế và thị trường xuất hiện những dấu hiệu bất ổn đòi hỏi phải được giải quyết nhanh chóng. ■