

VAI TRÒ QUẢN LÝ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH CỦA CHÍNH PHỦ: BÀI HỌC TỪ KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH

THE ROLE OF GOVERNMENT IN REGULATING FINANCIAL MARKETS: LESSON FROM THE FINANCIAL CRISIS

Ngày nhận bài: 01/06/2021

Ngày chấp nhận đăng: 30/07/2021

Cao Việt Hiếu, Nguyễn Minh Hải, Võ Xuân Vinh

TÓM TẮT

Bong bóng giá nhà ở, bùng nổ tín dụng dưới chuẩn và các biện pháp khuyến khích trong khu vực tài chính bị lệch hướng là các nguyên nhân chính gây ra sự đổ vỡ hệ thống tài chính của Mỹ vào 2008 - 2009. Cuộc khủng hoảng đã thể hiện nhiều khía cạnh trong thị trường tài chính: (i) rủi ro đạo đức trong hệ thống ngân hàng; (ii) nhà đầu tư đã tự tin thái quá vào sự tăng giá của các sản phẩm đầu tư mới, rủi ro khi lạm dụng đòn bẩy; và (iii) các nhà quản lý không điều tiết kịp thời sự lệch hướng trong khu vực tài chính. Khủng hoảng tài chính gây tổn hại quốc gia và để lây lan, thúc đẩy chính phủ cần phản ứng chính sách nhanh chóng khi khủng hoảng xảy ra và nỗ lực đưa ra giải pháp để tránh khủng hoảng trong tương lai.

Từ khóa: vai trò của chính phủ, khủng hoảng tài chính, bong bóng nhà ở, tín dụng dưới chuẩn, thị trường tài chính.

ABSTRACT

The housing price bubbles, the subprime mortgage lending boom and skewed financial sector incentives were the main causes of the collapse of the US financial system in 2008 - 2009. The crisis has shown many aspects in the financial markets: (i) moral hazard in the banking system; (ii) investors' opacity and overconfidence in new financial instruments, risk of abuse of leverage; and (iii) regulators did not promptly regulate deviations in the financial sector. Financial crisis harms the country and spreads to countries around the world, prompting the government to react quickly to policies when a crisis occurs and find solutions to prevent future crises.

Keywords: financial crisis, the role of government, housing bubbles, subprime lending, financial markets.

1. Giới thiệu

Trước những năm 1980, Chính phủ tại nhiều quốc gia đã thực hiện can thiệp mức độ cao vào hệ thống tài chính, nhưng đặc biệt là từ những năm 1990, các khu vực tài chính đã bãi bỏ nhiều quy định, trong đó quá trình tự do hóa tài chính luôn nhận được sự quan tâm. Hạn chế sự kiểm soát và giảm quyền sở hữu của chính phủ trong khu vực tài chính, loại bỏ những quy định kiềm hãm hoạt động tài chính là một phần của tự do hóa tài chính. Trường hợp minh họa điển hình của việc mở rộng quá mức tự do hóa tài chính là cuộc khủng hoảng diễn ra tại Mỹ vào năm 2008 và lan rộng trên toàn thế giới, có nguồn gốc từ bong bóng giá tài sản kết hợp với các công

cụ tài chính mới ẩn giấu rủi ro, quy trình quản trị rủi ro không được các công ty tuân thủ, và các cơ quan quản lý không điều tiết thị trường tài chính (Baily & cộng sự, 2008).

Nhiều lý thuyết tập trung giải thích cho thấy sự bùng nổ trên thị trường tài sản và tín dụng mà cuối cùng dẫn đến các vụ phá sản thường sẽ tạo nên khủng hoảng. Tuy nhiên, việc giải thích lý do tại sao bong bóng giá tài

Cao Việt Hiếu, Nguyễn Minh Hải, Trường Đại học Bình Dương

Võ Xuân Vinh, Viện Nghiên cứu kinh doanh – Trường Đại học Kinh tế TP.HCM.

sản hoặc bùng nổ tín dụng được phép tiếp tục và cuối cùng trở nên không bền vững và biến thành các vụ phá sản hoặc vỡ nợ vẫn là điều thách thức. Trách nhiệm của cả các nhà hoạch định chính sách và các bên tham gia khu vực tài chính đều phải trả lời tại sao lại không lường trước được rủi ro và từ đó cố gắng làm chậm sự gia tăng giá tài sản hoặc hạn chế việc nói lỏng tín dụng (Claessens & Kose, 2014).

Cuộc khủng hoảng có thể chỉ là một cơ hội khác nhằm cải thiện khu vực tài chính hiện tại. Từ bài học khủng hoảng tài chính 2008, việc nhận định lại vai trò điều tiết khu vực tài chính của chính phủ là cần thiết. Cấu trúc bài viết bao gồm: phần đầu giới thiệu về khủng hoảng tài chính và vai trò quản lý thị trường tài chính của chính phủ. Các phần sau đề cập đến: các nguyên nhân chính gây ra cuộc khủng hoảng tài chính; đánh giá vai trò điều tiết khu vực tài chính của chính phủ Mỹ trong khủng hoảng và khuyến nghị để ngăn chặn khủng hoảng trong tương lai. Phần cuối là kết luận.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Khủng hoảng tài chính

Có những đặc điểm chung trong các cuộc khủng hoảng dù chúng biểu hiện ở nhiều dạng khác nhau. Khủng hoảng tài chính thường đi cùng với một hoặc nhiều hiện tượng sau: giá tài sản và khối lượng tín dụng tăng cao; gián đoạn nghiêm trọng trong việc cung cấp tài chính cho nền kinh tế; những khó khăn về bảng cân đối kế toán (các công ty, các trung gian tài chính và các tập đoàn); và chính phủ trợ cấp ở quy mô lớn (hỗ trợ thanh khoản và tái cấp vốn). Khủng hoảng xảy ra từ những nguyên nhân cơ bản đã được nhiều lý thuyết liên quan đề cập đến. Mặc dù các yếu tố cơ bản - các sự kiện xảy ra đột ngột bên trong hoặc bên ngoài, kinh tế vĩ mô mất cân bằng - thường được quan sát thấy, nhưng vẫn còn nhiều câu hỏi về nguyên nhân

chính xác của các cuộc khủng hoảng. Các yếu tố “phi lý trí” đôi khi thúc đẩy tạo ra khủng hoảng tài chính, bao gồm cả sự đột ngột tháo chạy của các ngân hàng, sự lây lan và lan tỏa giữa các thị trường tài chính, tín dụng rơi vào khủng hoảng, sự xuất hiện các vụ phá sản tài sản (Claessens & Kose, 2014).

Các cuộc khủng hoảng tài chính xảy ra dưới các dạng khác nhau, nhưng có thể phân biệt thành hai dạng khủng hoảng lớn. Reinhart & Rogoff (2009) mô tả có hai loại khủng hoảng: những cuộc khủng hoảng được phân loại bởi các phân tích định lượng và những cuộc khủng hoảng phụ thuộc phần lớn vào phân tích định tính. Nhóm đầu tiên chủ yếu bao gồm các cuộc khủng hoảng tiền tệ và sự suy giảm đột ngột dòng vốn ròng (thể hiện đặc trưng bởi sự đảo ngược nhanh chóng của dòng vốn quốc tế, sự điều chỉnh của giá tài sản, và sự suy giảm trong tiêu dùng và sản xuất), và nhóm thứ hai bao gồm các cuộc khủng hoảng nợ và ngân hàng.

2.2. Vai trò quản lý thị trường tài chính của Chính phủ

Có năm cách thức thể hiện về hành động của chính phủ: (1) tạo ra các thể chế thị trường, (2) điều tiết các thể chế thị trường, (3) can thiệp vào các thể chế thị trường thông qua các cơ chế quản lý khác, (4) can thiệp trực tiếp vào thị trường vốn, và (5) các can thiệp khác. Nhóm can thiệp thứ (2) và (3) có thể được xem là cải thiện thị trường tài chính và sử dụng thị trường tài chính để tác động các mục tiêu khác. Thất bại của thị trường có khả năng lan rộng hơn ở thị trường tài chính, đó chính là sự khác biệt giữa thị trường tài chính so với các thị trường khác. Một vài chính sách mà chính phủ xây dựng nhằm can

thiệp vào khu vực tài chính lại không giải quyết trực tiếp những thất bại thị trường này, mà nhằm thúc đẩy một loạt các mục tiêu xã hội: (i) bảo vệ người tiêu dùng; (ii) chỉ đạo phân bổ nguồn lực; (iii) kích thích tăng

trường; (iv) đảm bảo cạnh tranh; (v) cải thiện tính thanh khoản của các ngân hàng; và (vi) ổn định kinh tế vĩ mô. Thực tế việc nhằm vào từng mục tiêu này bởi các tác động của chính phủ sẽ dẫn đến thất bại cơ bản của thị trường. Khi thiết lập các quy định, các nhà quản lý cần phải nhận ra họ phải đối mặt cả sự không hoàn hảo của thông tin và sự bất cân xứng của thông tin, cũng như họ có những hạn chế trong khả năng đánh giá rủi ro (Stiglitz, 1993). Với việc thị trường không hoàn hảo

Bảng 1.

Một số nghiên cứu và các đề xuất liên quan đến vai trò quản lý thị trường tài chính của chính phủ trong khủng hoảng.

Tác giả	Bài nghiên cứu	Các đề xuất
Cho (2010)	The Role of State Intervention in the Financial Sector: Crisis Prevention, Containment, and Resolution	(i) cải thiện chất lượng thông tin về các tổ chức và hệ thống tài chính; (ii) huy động sự ủng hộ chính trị; (iii) hành động kịp thời của chính phủ; (iv) thực hiện tiếp cận cân bằng để củng cố quy định; (v) đảm bảo sự phối hợp hiệu quả giữa chính sách tiền tệ và các cơ quan giám sát; (vi) giải quyết các xung đột lợi ích; và (vii) thiết lập một kiến trúc tài chính quốc tế mới.
Mendonça & Deos (2010)	Crises in the financial regulation of finance-led capitalism: a Minskyan analysis	(i) tăng cường xử lý vốn đối với các công cụ phức tạp có mức độ rủi ro tín dụng cao; (ii) thúc đẩy hơn nữa các tiêu chuẩn toàn cầu về quản lý và giám sát rủi ro thanh khoản; (iii) tăng cường giám sát và quản lý rủi ro của các ngân hàng; và (iv) nâng cao kỷ luật thị trường thông qua việc công bố thông tin và định giá tốt hơn.
Liou (2013)	The Financial Crisis and the Challenge of Government Regulation	(i) thành lập một cơ quan giám sát độc lập đảm bảo rằng người tiêu dùng nhận được thông tin rõ ràng, chính xác về các sản phẩm tài chính; (ii) thành lập một hội đồng để giải quyết các rủi ro hệ thống do các công ty, sản phẩm phức tạp gây ra; (iii) chấm dứt các gói cứu trợ “quá lớn để thất bại” (too-big-too-fail); (iv) mang lại sự minh bạch và trách nhiệm giải trình cho các thị trường phái sinh; và (v) trao quyền cho các cơ quan quản lý để giám sát gian lận tài chính và thao túng hệ thống.

Nguồn: Tác giả tổng hợp

3. Nguyên nhân cuộc khủng hoảng tài chính 2008 và vai trò điều tiết của chính phủ Mỹ trong khủng hoảng

3.1. Nguyên nhân khủng hoảng tài chính 2008

Kể từ khi xảy ra Đại suy thoái giai đoạn 1929 - 1933, tại Mỹ chưa từng có cuộc khủng hoảng nào lớn như năm 2008 - 2009. Vậy lý do bắt nguồn từ đâu? Câu trả lời đã

luôn tồn tại nhiều thông tin mang lợi thế độc quyền, chính phủ cần nhận thấy tầm quan trọng phải tham gia điều tiết thị trường. Thực tế đã chỉ ra, nếu thiếu vắng “bàn tay hữu hình” của chính phủ, “bàn tay vô hình” đôi khi dẫn dắt thị trường tự do đến tình trạng hỗn loạn. Khủng hoảng tài chính 2008, trước đó là thời kỳ Đại suy thoái 1929 - 1933, là minh chứng rõ nét khi chính phủ Mỹ không can thiệp kịp thời vào khu vực tài chính đã bị lệch hướng.

cho thấy các nguyên nhân khởi nguồn từ thị trường nhà ở và tài chính của nền kinh tế Mỹ. Có ba nguyên nhân chính: (i) Bong bóng giá - sự tăng giá và giảm giá giả tạo của một loại tài sản hoặc hàng hóa cụ thể - đã thổi phồng quá mức giá trị của những căn nhà và sau đó làm giá nhà giảm mạnh; (ii) Sự bùng nổ cho vay thế chấp dưới chuẩn làm trầm trọng thêm và tác động mạnh đến bong bóng nhà ở, và

(iii) Các biện pháp khuyến khích trong khu vực tài chính bị lệch hướng đã thúc đẩy sự bùng nổ tín dụng dưới chuẩn (Beachy, 2012).

3.1.1. Bong bóng nhà ở: Tăng giá không bền vững

Nguồn gốc của bong bóng nhà đất tương tự như bong bóng giá trước đây: nhu cầu thực gia tăng đã thúc đẩy sự tăng giá từ từ, sau đó nhanh chóng biến thành một đợt tăng giá nhanh chóng và mang tính đầu cơ. Trong cuối những năm 1990, hầu hết người Mỹ đầu tư vào chứng khoán và họ trở nên giàu có khi giá cổ phiếu tăng gấp đôi trong giai đoạn bong bóng dot-com vào những năm 1996 - 2000. Mặc dù bong bóng dot-com đã vỡ sau năm 2000 (với giá cổ phiếu giảm đều đặn cho đến năm 2003), giá cổ phiếu tăng vào cuối những năm 1990 đã giúp nhiều gia đình sở hữu cổ phiếu trở nên giàu có hơn và họ đã chọn chi tiêu vào những ngôi nhà lớn và tốt hơn. Nhu cầu nhà ở tăng nhanh hơn so với nguồn cung nhà mới, dẫn đến giá nhà ngày càng tăng cao. Việc đầu cơ vào nhà đất trong giai đoạn từ 1998 - 2003 đã sinh ra bong bóng và giai đoạn từ 2003 - 2006 tín dụng gia tăng đã làm bùng phát bong bóng nhà ở. Từ năm 2003, giá nhà đất tăng với tốc độ chưa từng có, giá cứ tăng gấp đôi, cuối cùng đạt đỉnh vào năm 2006. Và bong bóng nhà ở đã bùng nổ vào năm 2007 - 2008. Giá nhà đất tiếp tục giảm dần sau năm 2009 và giảm kéo dài cho đến năm 2012 (Beachy, 2012).

3.1.2. Bùng nổ tín dụng dưới chuẩn: Sự gia tăng rủi ro không bền vững

Trong thời kỳ bong bóng nhà đất gia tăng, các khoản thế chấp không chỉ dành cho một số lượng lớn người mua nhà, mà còn cho một loại người mua nhà khác: những người đi vay "dưới chuẩn". Các ngân hàng phân loại những người đi vay dưới chuẩn là những đối tượng có thu nhập thấp, gánh nhiều khoản nợ và/hoặc có tiền sử không trả được nợ. Với những người có nguy cơ vỡ nợ cao, thường các ngân hàng sẽ tính lãi suất vay cao hoặc từ

chối cho vay thế chấp. Trong bối cảnh bong bóng nhà đất, cả hai hạn chế này đều được ngân hàng nói lỏng: các tiêu chí về điều kiện thế chấp được giảm xuống, cũng như tính lãi suất thấp cho những người vay dưới chuẩn (Demyanyk & Hemert, 2011). Khi giá nhà đất bắt đầu giảm vào năm 2007, việc trả nợ của những người vay thế chấp nhà ở sẽ gặp khó khăn. Riêng người đi vay dưới chuẩn sẽ dễ bị vỡ nợ hơn người bình thường do các khoản thế chấp dưới chuẩn của họ. Kết quả là làn sóng tịch thu nhà dưới chuẩn tăng vọt đã thúc đẩy vòng xoáy giảm giá nhà ở, vì các vụ tịch thu nhà khiến nguồn cung nhà ở dư thừa và nhu cầu nhà ở bị thu hẹp. Sự bùng nổ của cho vay dưới chuẩn đã làm trầm trọng thêm sự tăng giá nhà đất và dẫn đến bong bóng nhà đất bị vỡ (Beachy, 2012).

3.1.3. Một hệ thống đổ vỡ: Nhu cầu cho vay dưới chuẩn đã bị lệch hướng trong khu vực tài chính

Các nhà đầu tư đạt tỷ suất sinh lợi cao đối với chứng khoán có thế chấp (Mortgage-Backed Securities - MBS) trong suốt đầu những năm 2000, dẫn đến nhu cầu MBS ngày càng tăng. Để đáp ứng nguồn cung của MBS tăng cao, các ngân hàng đã tăng cường tìm kiếm người mua nhà, nhanh chóng mở rộng đối tượng cho vay dưới chuẩn khi thị trường người mua nhà tiêu chuẩn đã bão hòa. Những khoản thế chấp dưới chuẩn gia tăng liên tục từ 2004 - 2006 đã thúc đẩy và duy trì bong bóng MBS trong thị trường tài chính.

Ngân hàng: rủi ro đạo đức

Với mỗi MBS được gom và bán, các ngân hàng thu thêm khoản phí, có động cơ để tích cực tìm kiếm khách hàng vay mới và ngày càng nói lỏng trong tiêu chí cho vay của ngân hàng (Crotty, 2009). Việc tạo ra MBS cho phép các ngân hàng chuyển rủi ro vỡ nợ, cùng với tài sản thế chấp sang nhà đầu tư MBS một cách đơn giản. Nếu các khoản thế chấp cơ bản bị vỡ nợ, nhà đầu tư sẽ nắm giữ một MBS có giá trị giảm dần, trong khi các

ngân hàng khởi tạo và đóng gói các khoản thế chấp vẫn giữ được lợi nhuận của họ. Khả năng thu lợi từ một quyết định rủi ro trong khi chuyển tổn thất cho người khác được gọi là rủi ro đạo đức (moral hazard).

Nhà đầu tư: mê muội và tự tin thái quá

Nhà đầu tư đã gặp rủi ro khi dùng đòn bẩy cao cùng với niềm tin thái quá vào sự tăng giá của MBS và CDO (nghĩa vụ nợ có thể chấp - Collateralized Debt Obligation, gói nhiều tài sản lại với nhau bao gồm cả MBS).

Các khoản thế chấp được đóng gói thành MBS và tiếp theo là đóng gói MBS cùng các tài sản khác thành CDO, các ngân hàng đầu tư sau đó tìm cách đảm bảo các sản phẩm này chống lại rủi ro vỡ nợ bằng một lớp bảo hiểm bổ sung để phân phối ra thị trường. Nhằm đáp ứng nhu cầu này, các công ty bảo hiểm như AIG đã bán CDS (giao dịch hoán đổi rủi ro tín dụng - Credit Default Swaps) (Murphy, 2008).

Cơ quan xếp hạng tín dụng: Bước cuối cùng trong chuỗi từ khoản thế chấp đến nhà đầu tư, các sản phẩm MBS và CDO sẽ được phân loại rủi ro theo mức độ dựa vào xếp hạng. Ngân hàng đầu tư tạo ra các sản phẩm MBS và CDO sẽ trả tiền cho các cơ quan xếp hạng để chỉ định xếp hạng dựa trên đặc điểm của các khoản thế chấp cơ bản và kết quả của mô hình máy tính phân tích rủi ro.

Từ năm 2000 đến năm 2007, mức độ đòn bẩy trung bình trong ngành tài chính tăng 30%. Các ngân hàng đầu tư, các đại lý chính trong MBS và CDO, tăng gấp đôi mức đòn bẩy của họ từ năm 2002 đến 2007. Vì các nhà đầu tư tin tưởng mạnh mẽ rằng giá trị của MBS và CDO sẽ tiếp tục tăng nên họ đã đánh cược số tiền lớn vào khả năng tăng giá đó thông qua đòn bẩy. Việc sử dụng đòn bẩy sẽ phóng đại tổn thất, điều này giúp giải thích tại sao bong bóng nhà đất vỡ đã đẩy các công ty sử dụng đòn bẩy cao như Lehman Brothers vào tình trạng phá sản (Beachy, 2012).

3.2. Đánh giá vai trò điều tiết khu vực tài chính của chính phủ Mỹ trong khủng hoảng

Nhiều nhà phân tích về sự sụp đổ tài chính năm 2008 cáo buộc những cơ quan quản lý của Mỹ như Ủy ban Chứng khoán và Sàn giao dịch (SEC), Bộ Tài chính Mỹ và Cục Dự trữ Liên bang (Fed) đã lơ là nhiệm vụ của họ trong việc xác định rủi ro và kiểm chế bong bóng của khu vực tài chính. Trong bối cảnh sự sụp đổ tài chính năm 2008, Alan Greenspan, người từng chủ trì bong bóng nhà đất và bùng nổ cho vay dưới chuẩn với tư cách là Chủ tịch Fed, đã thừa nhận sơ suất của mình.

Greenspan đã dựa trên một khái niệm gọi là kỷ luật thị trường - khi một thành viên tư nhân nhận thấy điều gì đó đem lại lợi ích riêng cho mình thì sẽ tránh chấp nhận rủi ro quá mức cũng như tránh chi phí do các thành viên tư nhân khác áp đặt. Với nhiều tầng lớp ẩn chứa rủi ro của các sản phẩm MBS và CDO được mô tả ở trên, đã làm khó các nhà quản lý, các nhà đầu tư và những cổ đông của ngân hàng trong việc nắm bắt rủi ro thực sự do các CDO thuộc nhánh đầu được xếp hạng AAA và được bảo hiểm bởi CDS. Và như thế, nếu không nhìn thấy rủi ro, các cổ đông sẽ không thấy nguyên nhân để xử lý kỷ luật ngân hàng (Beachy, 2012). AIG đã chứng minh lý thuyết trên là sai lầm sau khi thất bại trong việc dự tính rủi ro hệ thống, có nghĩa là không thể bảo đảm cho MBS và CDO trị giá nhiều tỷ đô la mà AIG đã đứng ra bảo hiểm. Chỉ một ngày sau khi Lehman Brothers phá sản, các nhà quản lý liên bang đã giải cứu AIG khỏi bờ vực bằng cách can thiệp với gói cứu trợ của chính phủ lên tới 182 tỷ USD, lớn nhất trong lịch sử Hoa Kỳ.¹

¹ “American International Group,” *The New York Times*.

Lý thuyết hướng dẫn về sự tự điều chỉnh cũng ảnh hưởng đến việc nói lỏng các yêu cầu về đòn bẩy dẫn đến khủng hoảng. Năm 2003, SEC đã áp đặt trần đòn bẩy đối với các ngân hàng đầu tư chủ chốt, giới hạn khoản vay của họ ở mức 12 lần vốn ròng (giá trị của ngân hàng). Năm 2004, SEC đã thay đổi quy tắc, cho phép vay tới 40 lần vốn ròng đối với các ngân hàng lớn như Merrill Lynch, Bear Stearns và Lehman Brothers (những ngân hàng buộc phải mua lại hoặc đã phá sản trong cuộc khủng hoảng năm 2008) (Satow, 2008). Cũng trong năm 2004, các hướng dẫn mới quy định rằng các mức độ đòn bẩy phải dựa trên rủi ro tương đối của tài sản. Để phù hợp với các hướng dẫn, Fed đã quyết định vào năm 2007, tự bản thân các ngân hàng lớn - không phải các nhà quản lý - phải chịu trách nhiệm đánh giá rủi ro tương đối tài sản của họ. Việc các ngân hàng tự đánh giá rủi ro đã giúp họ tự chủ hơn trong việc quyết định mức đòn bẩy nào nên được coi là an toàn. Tận dụng quyền tự chủ mới của mình, các ngân hàng bắt đầu đánh giá và phân loại rủi ro đối với MBS và CDO do chính họ tạo ra, dựa trên hiệu quả đầu tư của hai loại chứng khoán này từ trước cho đến nay. Các ngân hàng nhận thấy rằng, đầu tư vào MBS và CDO trước đó đạt hiệu quả rất tốt (nhờ bong bóng nhà đất), họ tiếp tục giả định rằng hiệu quả trong tương lai sẽ tương tự như hiệu quả trong quá khứ. Kết quả là họ đã đánh giá các MBS và CDO có rủi ro thấp trong tương lai, từ đó cho phép sử dụng mức độ đòn bẩy cao. Với cách thức ngân hàng tự đưa ra quyết định hướng không hợp lý, được kích hoạt bởi quy định lỏng lẻo, đã dẫn đến sự gia tăng rủi ro trong nhu cầu MBS và cho vay dưới chuẩn (Beachy, 2012). Từ những dẫn chứng trên cho thấy, các nhà quản lý đã vận dụng sai lầm các lý thuyết và góp phần cho khủng hoảng tài chính diễn ra.

3.3. Khuyến nghị để ngăn chặn khủng hoảng trong tương lai

Để giảm nguy cơ xảy ra các kịch bản khủng hoảng tương tự, chính phủ cần kiểm soát sự vận hành các công cụ tài chính mới, giám sát chặt chẽ các chủ thể tham gia trong khu vực tài chính và cần thiết xem xét thay đổi quy định, thể chế và các chính sách chưa phù hợp.

3.3.1. Giám sát hoạt động của ngân hàng và vấn đề đa dạng hóa

Các hoạt động cho vay bất động sản của ngân hàng cần được giám sát theo luật định; ngân hàng phải tuân thủ nghiêm ngặt quy trình quản trị rủi ro; kiểm soát tỷ lệ đòn bẩy tài chính để ngăn chặn các nhà đầu tư dùng đòn bẩy cao dễ dẫn đến thiệt hại lớn khi các khoản đầu tư bị giảm giá trị. Liệu các ngân hàng chỉ nên kinh doanh các hoạt động truyền thống, chẳng hạn như tiền gửi và cho vay, hay mở rộng nhiều nghiệp vụ khác? Các nhà quản lý, các nhà kinh tế cho rằng đa dạng hóa ngân hàng quá mức làm tăng tốc độ lan truyền rủi ro và tạo nên khủng hoảng tài chính, từ đó họ đề xuất rằng cần có luật và các chính sách để điều chỉnh việc đa dạng hóa ngân hàng quá mức (Acharya & cộng sự, 2006; DeYoung & Roland, 2001). Kim & cộng sự (2020) nghiên cứu tại các nước OECD cung cấp bằng chứng cho thấy, khi ngân hàng đa dạng hóa thấp sẽ tạo ra ổn định tài chính, nhưng nếu đa dạng hóa quá mức lại gây ra bất ổn tài chính và làm tăng nguy cơ hệ thống tài chính bị sụp đổ khi có khủng hoảng xảy ra.

Tại Việt Nam, giai đoạn 2011-2015, thực hiện chủ trương cơ cấu lại hệ thống các tổ chức tín dụng (TCTD), Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã ban hành Chỉ thị số 01/CT-NHNN và Chỉ thị số 02/CT-NHNN ngày 27/01/2015, trong đó tập trung triển khai quyết liệt và đồng bộ các giải pháp về thanh tra, giám sát, tái cơ cấu và xử lý nợ xấu. Nhờ

đó, hoạt động thanh tra, giám sát đã đạt được những kết quả quan trọng, góp phần đảm bảo an toàn, ổn định của các TCTD, nâng cao trật tự, kỷ cương và hiệu quả điều hành chính sách tiền tệ.

Bước sang giai đoạn 2016 - 2020, thực hiện cơ cấu lại và xử lý nợ xấu, NHNN đã ban hành Chỉ thị số 01/CT-NHNN và Chỉ thị số 02/CT-NHNN ngày 23/02/2016, trong đó tập trung triển khai đồng bộ các giải pháp về hoàn thiện thể chế, tăng cường công tác thanh tra, giám sát; đẩy mạnh tái cơ cấu và xử lý nợ xấu, tập trung xử lý dứt điểm các TCTD yếu kém. NHNN đã ban hành kế hoạch thanh tra kèm theo Quyết định số 2334a/QĐ-NHNN ngày 25/11/2016 để thống nhất thực hiện trong toàn Ngành đối với công tác thanh tra chuyên ngành và thanh tra hành chính. Bên cạnh đó, NHNN đã ban hành Thông tư số 98/2017/TT-NHNN ngày 1/8/2017 quy định về trình tự, thủ tục giám sát ngân hàng và Sổ tay giám sát ngân hàng, giúp chuẩn hóa và thống nhất nội dung, trình tự, thủ tục giám sát TCTD trong toàn hệ thống.

Để triển khai phương pháp giám sát mới, NHNN đã ban hành Thông tư số 04/2018/TT-NHNN ngày 12/3/2018 sửa đổi, bổ sung quy định về áp dụng can thiệp sớm trong giám sát ngân hàng, góp phần kịp thời xử lý vi phạm, hạn chế rủi ro cho đối tượng giám sát ngân hàng. Tiếp đó, ngày 12/6/2019, Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định số 20/2019/QĐ-TTg về “quy định chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của cơ quan thanh tra, giám sát ngân hàng trực thuộc NHNN Việt Nam”.

3.3.2. Kiểm soát chính sách khi thúc đẩy cho vay thế chấp dưới chuẩn

Tại nhiều quốc gia, nhằm kích thích tăng trưởng kinh tế song song với tăng cường an sinh xã hội, chính sách hỗ trợ mua nhà luôn được các nhà quản lý quan tâm. Tuy nhiên, để tránh bong bóng nhà đất bị thổi bùng bởi

các nhà đầu cơ, việc cung cấp khoản vay thế chấp dưới chuẩn phải được giám sát bởi cơ quan quản lý, mục đích để khoản vay đến đúng đối tượng có uy tín và muốn sở hữu nhà ở thực sự. Boelhouwer (2017) cho rằng hoạt động cho vay thế chấp dưới chuẩn cần có sự bảo lãnh và can thiệp của Nhà nước (phân biệt tài sản tốt, tài sản xấu và hỗ trợ tái cấp vốn cho các ngân hàng).

Lĩnh vực bất động sản có tác động không nhỏ đến nền kinh tế Việt Nam, không chỉ bởi đóng góp cho tăng trưởng chung mà còn vì những rủi ro của ngành này. Ngành ngân hàng luôn quan tâm và giám sát chặt chẽ dòng tiền vào bất động sản. Trong 3 năm gần đây, tín dụng cho vay lĩnh vực này giảm dần. Năm 2020, do tác động của dịch COVID-19, tín dụng bất động sản chỉ tăng trưởng 11,89%, trong khi 2018 và 2019 tăng 26 - 28%.

NHNN coi nhiệm vụ kiểm soát tín dụng vào lĩnh vực bất động sản là một trong những nhiệm vụ trọng tâm, ưu tiên trong điều hành chính sách tín dụng. Thông tư số 19/2017/TT-NHNN quy định các giới hạn, tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng, đã cho phép các tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài được sử dụng 4 dụng nguồn vốn ngắn hạn để cho vay trung hạn và dài hạn theo tỷ lệ tối đa theo lộ trình. Theo đó, từ ngày 01/01/2018 đến ngày 31/12/2018 là 45%; từ ngày 01/01/2019 là 40%, đồng thời vẫn quy định nhóm tài sản có hệ số rủi ro 200% là các khoản phải đòi để kinh doanh bất động sản. Thông tư số 22/2019/TT-NHNN của NHNN chính thức có hiệu lực từ ngày 1/1/2020 tiếp tục lộ trình kiểm soát tín dụng vào lĩnh vực bất động sản. NHNN quy định lộ trình áp dụng tỷ lệ tối đa của nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung - dài hạn. Theo đó, từ ngày 1/1/2020 đến ngày 30/9/2020, tỷ lệ tối đa nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng cho vay trung, dài hạn là 40%; từ ngày 1/10/2020 đến ngày 30/9/2021 là 37%; từ ngày 1/10/2021

đến ngày 30/9/2022 là 34% và kể từ ngày 1/10/2022 sẽ giảm xuống 30%.

Tỷ lệ an toàn vốn được quy định nhằm kiểm soát, hạn chế cho vay kinh doanh bất động sản, chuyển dòng tiền cho vay vào các kênh sản xuất - kinh doanh khác và phân khúc ít rủi ro hơn như nhà ở xã hội và giúp các ngân hàng có lộ trình hướng đến tuân thủ tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu theo quy định. Ngoài ra, bên cạnh áp dụng hệ số rủi ro từ 50-150% với các khoản vay cá nhân phục vụ mua nhà, hệ số rủi ro khi kinh doanh bất động sản cũng được điều chỉnh tăng từ 150% lên 200%. Các khoản phải đòi được đảm bảo toàn bộ bằng nhà ở (bao gồm cả nhà ở hình thành trong tương lai), quyền sử dụng đất, công trình xây dựng gắn với quyền sử dụng đất của bên vay sẽ có hệ số rủi ro 50%.

Bộ Xây dựng dự kiến trình Chính phủ vào quý 3 - 4/2021 để Chính phủ ban hành những quy định cụ thể hơn, nhằm hạn chế hoặc kiểm soát các hoạt động giao dịch của thị trường, đặc biệt là các giao dịch liên quan đến đất nền, kinh doanh bất động sản.

3.3.3. Giám sát chặt chẽ các giao dịch chứng khoán hóa

Cung cấp thêm các sản phẩm đầu tư mới như MBS, CDO và CDS trong khu vực tài chính là thật sự cần thiết. Những loại chứng khoán hóa này san sẻ rủi ro với ngân hàng. Quá trình chứng khoán hóa ngoài việc phải được kiểm soát chặt chẽ, cần phải loại bỏ “lớp mờ” (rủi ro ẩn chứa bên trong) của các sản phẩm đầu tư mới. Và các loại chứng khoán hóa mới cần được giao dịch minh bạch trên thị trường với sự giám sát của các nhà quản lý và công chúng.

3.3.4. Hạn chế phụ thuộc vào xếp hạng tín dụng

Với các loại chứng khoán hóa như MBS và CDO, các cơ quan xếp hạng tín dụng không thể xác định chính xác rủi ro của chúng. Các cơ quan này phải đối mặt với

xung đột lợi ích về khoản phí thu được. Một phần quan trọng của xếp hạng tín dụng là hệ thống đã bị “mờ” (che đậy các rủi ro) nên tất cả công chúng - ngay cả các nhà quản lý - đã hoàn toàn dựa vào ý kiến nhận định rủi ro của các cơ quan trên. Do đó, cần cải cách cơ cấu xếp hạng tín dụng và ít phụ thuộc hơn vào kết quả xếp hạng.

3.3.5. Cung cấp đầy đủ các cảnh báo

Khủng hoảng tài chính có một phần nguyên nhân là do công chúng không được cung cấp đầy đủ cảnh báo về những rủi ro đang dần hình thành trong chính lòng tham của con người. Các nhà quản lý không phỏng đoán được thị trường hoặc không biết khi nào tài sản được định giá quá cao. Nhưng các nhà quản lý cần đưa ra cảnh báo về sự gia tăng rủi ro của một số tài sản đặc thù (như các sản phẩm đầu tư MBS, CDO) có thể tạo ra khoản lãi lớn nhưng cũng có nguy cơ dẫn đến tổn thất lớn. Khi bong bóng giá nhà ở bắt đầu hình thành, các nhà quản lý nên cảnh báo rằng giá nhà tiếp tục tăng cao có thể dẫn đến vỡ bong bóng và gây ra khủng hoảng lan truyền.

3.3.6. Lòng ghép kinh tế học hành vi

Lòng tham của con người góp phần tạo ra khủng hoảng tài chính. Cuộc khủng hoảng năm 2008 phần lớn đã làm mất sự tín nhiệm vào mô hình kinh tế của Greenspan. Lý thuyết kinh tế dựa trên lý luận đã không giải quyết được các phương diện quan trọng của hành vi con người. Vì thế, khuyến nghị nên tập trung nhiều hơn vào quan điểm kinh tế hành vi, trong cả lý thuyết hàn lâm và thực tế. Bên cạnh đó, việc lòng ghép kinh tế học hành vi vào chương trình đào tạo khối ngành kinh tế nên được xem xét.

3.3.7. Thiết lập cơ quan giám sát độc lập trong khu vực tài chính

Với sự thất bại mang tính hệ thống về quy định tài chính và các tác động lây lan sâu

rộng góp phần vào cuộc khủng hoảng, việc xem xét thành lập một cơ quan giám sát độc lập có vẻ khả thi. Levine (2012) nhận thấy rằng một điểm yếu cơ bản của các quy định tài chính nằm ở chỗ không có sự kiểm tra bởi công chúng và các cơ quan đại diện được ủy quyền. Các nhà quản lý đã không thực thi và không có cơ chế nào thúc đẩy cải cách vì quyền lợi tốt nhất cho công chúng. Trong khu vực tài chính, mặc dù khó để xác định một hệ thống giám sát hiệu quả, nhưng trách nhiệm giải trình của một cơ quan giám sát độc lập là rất quan trọng (Amri & Kocher, 2012; Sohn & Vyshnevskiy, 2017).

Việt Nam hiện đang áp dụng mô hình giám sát thể chế, theo đó, mỗi cơ quan quản lý phụ trách giám sát một lĩnh vực riêng biệt. Hoạt động ngân hàng chịu sự giám sát trực tiếp của NHNN mà đơn vị đầu mối, chủ chốt là Cơ quan Thanh tra, giám sát ngân hàng. Trong khi đó, hoạt động bảo hiểm chịu sự giám sát trực tiếp của Cục Quản lý và Giám sát Bảo hiểm; thị trường chứng khoán chịu sự giám sát trực tiếp của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

Bên cạnh các cơ quan trên, Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia có chức năng tham mưu, tư vấn cho Thủ tướng Chính phủ trong phân tích, đánh giá, dự báo tác động của thị trường tài chính đến kinh tế vĩ mô và tác động của chính sách kinh tế vĩ mô đến thị trường tài chính; điều phối hoạt động giám sát thị trường tài chính quốc gia (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm); giúp Thủ tướng Chính phủ giám sát chung thị trường tài chính quốc gia.

Việc các cơ quan quản lý Việt Nam cân nhắc lựa chọn để đạt được sự tương thích và vận hành hiệu quả mô hình giám sát hệ thống tài chính có ý nghĩa hết sức quan trọng. Một mô hình giám sát tài chính phù hợp sẽ phát huy hiệu lực, hiệu quả trong công tác giám sát hệ thống tài chính, tạo môi trường thuận

lợi cho sự phối hợp chặt chẽ, tương hỗ và phát huy tác dụng của các chính sách kinh tế vĩ mô. Từ đó, đảm bảo sự an toàn, ổn định của một hệ thống tài chính, sự ổn định kinh tế vĩ mô và tăng trưởng kinh tế bền vững.

3.3.8. Cải cách chính sách tài chính và kết hợp nhất quán các chính sách kinh tế

Theo ý kiến của Mishkin (2001), Rosenbluth & Schaap (2003), nếu không có quy định thận trọng hợp lý khi tự do hóa tài chính cũng sẽ tạo ra nguy cơ khủng hoảng tiếp theo. Các trạng thái kinh tế vĩ mô sẽ bị tổn hại và đôi khi tạo nên suy thoái kéo dài nếu như khủng hoảng xảy ra, cho nên đã có những lời kêu gọi cải cách trong khu vực tài chính để tránh hoặc khắc phục các cuộc khủng hoảng đó. Su & Makoto (2018) cho rằng các chính sách tái cơ cấu tài chính và thể chế là cần thiết sau một cuộc khủng hoảng tài chính.

So với thời kỳ trước khủng hoảng, các giải pháp phòng ngừa dưới dạng các chính sách vĩ mô thận trọng trở nên đáng chú ý hơn sau khi khủng hoảng xảy ra (Jeanne & Korinek, 2020). Tuy nhiên có trường hợp nhận thấy rằng, các chính sách vĩ mô thận trọng không đủ ngăn chặn một cuộc khủng hoảng tương tự vì khả năng phản ứng hạn chế của chính sách đối với tốc độ phát triển nhanh của khu vực tài chính (Aikman & cộng sự, 2019). Chính sách vĩ mô thận trọng, đôi lúc không có khả năng giảm thiểu hoàn toàn rủi ro hệ thống để từ đó ngăn chặn khủng hoảng. Vì lý do này, nên khuyến nghị kết hợp nhất quán các chính sách, bao gồm các giải pháp về vi mô, vĩ mô, tiền tệ và các chính sách kinh tế xã hội (Stellinga, 2020).

Những năm gần đây, tình hình thế giới có nhiều thay đổi bất thường, tác động lớn đến các lĩnh vực kinh tế trong nước. Trước bối cảnh đó, Việt Nam cần nghiên cứu hoàn thiện các cơ chế, chính sách tài chính để phát triển kinh tế. Các nguyên tắc chung trong cải

cách chính sách tài chính, cụ thể như: (i) chính sách tài chính phải được xây dựng dựa trên cơ sở gắn với chiến lược phát triển kinh tế - xã hội, hướng các nguồn lực tới việc thực hiện ưu tiên các ngành kinh tế mũi nhọn trong chiến lược chung của nền kinh tế thông qua cơ chế, chính sách phù hợp; (ii) chính sách tài chính cần được xây dựng trên cơ sở gắn với lộ trình phát triển kinh tế - xã hội theo từng giai đoạn trung và dài hạn, gắn với từng đối tượng cụ thể về: loại sản phẩm; ngành, lĩnh vực, vùng; loại hình, quy mô và khu vực doanh nghiệp; (iii) chính sách tài chính cho phát triển kinh tế phải gắn với tái cấu trúc nền kinh tế, đổi mới mô hình tăng trưởng và ổn định kinh tế vĩ mô, phù hợp với chiến lược phát triển kinh tế - xã hội theo từng giai đoạn, vừa đảm bảo phù hợp với các cam kết về hội nhập quốc tế.

4. Kết luận

Bài viết đã cho thấy nhiều yếu tố cùng kết hợp như: bong bóng giá nhà đất, sự bùng nổ cho vay dưới chuẩn, các sản phẩm

đầu tư mới ẩn chứa rủi ro, lòng tham của các nhà đầu tư khi lạm dụng đòn bẩy quá mức và những lý thuyết sai lầm mà các nhà quản lý vận dụng trong khu vực tài chính đã tạo nên cuộc khủng hoảng toàn cầu 2008. Với các nguyên nhân khủng hoảng được nêu ra, cho thấy tầm quan trọng của chính phủ trong việc điều tiết khu vực tài chính. Từ đó, khuyến nghị chính phủ cần thực hiện những giải pháp phù hợp nhằm ngăn chặn khủng hoảng trong tương lai, cụ thể như: giám sát hoạt động của ngân hàng và vấn đề đa dạng hóa, kiểm soát chính sách khi cho vay dưới chuẩn, giám sát chặt chẽ các giao dịch chứng khoán hóa, hạn chế phụ thuộc vào xếp hạng tín dụng, cung cấp đầy đủ các cảnh báo, lồng ghép kinh tế học hành vi, thiết lập cơ quan giám sát độc lập trong khu vực tài chính, cải cách chính sách tài chính và kết hợp nhất quán các chính sách kinh tế. Kết quả phân tích ở trên đã thể hiện một nguyên tắc, việc điều tiết khu vực tài chính không thể thiếu sự can thiệp từ “bàn tay hữu hình” của chính phủ.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Acharya, V.V., Hasan, I., & Saunders, A. (2006). Should banks be diversified? Evidence from individual bank loan portfolios. *Journal of Business*, 79(3), 1355-1412.
- Aikman, D., Bridges, J., Kashyap, A., & Siekert, C. (2019). Would macroprudential regulation have prevented the last crisis? *Journal of Economic Perspectives*, 33, 107-130.
- Amri, P.D., & Kocher, B.M. (2012). The political economy of financial sector supervision and banking crises: a cross-country analysis. *European Law Journal*, 18, 24-43.
- Baily, M.N., Johnson, M.S., & Litan, R.E. (2008), The Origins of the Financial Crisis. *Business and Public Policy - Cambridge University Press*, (6).
- Beachy, B. (2012). A Financial Crisis Manual. *Global Development and Environment Institute, Working Paper 12-06*.
- Boelhouwer, P. (2017). The role of government and financial institutions during a housing market crisis: a case study of the Netherlands. *International Journal of Housing Policy*, 17(4), 591-602.
- Claessens, S., & Kose, M.A. (2014). Financial Crises: Causes, Consequences and Policy Responses. *International Monetary Fund* (5-6).

- Crotty, J. (2009). Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the ‘New Financial Architecture’. *Cambridge Journal of Economics*, 33, 565.
- Demyanyk, Y., & Hemert, O.V. (2011). Understanding the Subprime Mortgage Crisis. *The Review of Financial Studies*, 24(6), 1850.
- DeYoung, R., & Roland, K. P. (2001). Product mix and earnings volatility at commercial banks: Evidence from a degree of total leverage model. *Journal of Financial Intermediation*, 10(1), 54-84.
- Hlaing, S.W., & Kakinaka M. (2018). Financial crisis and financial policy reform: Crisis origins and policy dimensions. *European Journal of Political Economy*, 55, 224-243.
- Jeanne, O., & Korinek, A. (2020). Macroprudential regulation versus mopping up after the crash. *The Review of Economic Studies*, 87, 1470-1497.
- Kim, H., Batten, J.A., & RyuAcharya, D. (2020). Financial crisis, bank diversification, and financial stability: OECD countries. *International Review of Economics and Finance*, 65, 94-104.
- Levine, R. (2012). The governance of financial regulation: reform lessons from the recent crisis. *International Review of Finance*, 12, 39-56.
- Meier, S., Gonzalez, M.R., & Kunze, F. (2021), The global financial crisis, the EMU sovereign debt crisis and international financial regulation: lessons from a systematic literature review. *International Review of Law and Economics*, 65, 105945.
- Mishkin, F.S. (2001). Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Economies. *NBER Working Paper 8087*.
- Reinhart, C.M., & Rogoff, K.S. (2009). This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly. *Princeton University Press*.
- Rosenbluth, F., & Schaap, R. (2003). The domestic politics of banking regulation. *International Organization*, 57(02), 307-336.
- Satow, J., Ex-SEC Official Blames Agency for Blow-Up of Broker-Dealers. *The New York Sun*, September 18, 2008. <http://www.nysun.com/business/ex-sec-official-blames-agency-for-blowup/86130/>
- Sohn, W., & Vyshnevskyi, I. (2017). The ‘Twin Peaks’ model of post-crisis banking supervision. *Applied Economics Letters*, 24, 571-574.
- Stellinga, B. (2020). The open-endedness of macroprudential policy. Endogenous risks as an obstacle to countercyclical financial regulation. *Business and Politics*, 22, 224-251.
- Stiglitz, J.E. (1993). The Role of the State in Financial Markets. *The World Bank Economic Review*, 7(1), 19-52.
- The New York Times. “American International Group Inc.” Last modified November 2, 2012. http://topics.nytimes.com/top/news/business/companies/american_international_group/index.html.