

Phân tích tài chính – chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright

Biên tập bởi:

Ful bright

Phân tích tài chính – chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright

Biên tập bởi:

Ful bright

Các tác giả:

debray

sjwei

brealey

Nguyễn Minh Kiều

Huỳnh Thế Du

P.K. Rao

Joseph Tham

Nguyễn Xuân Thành

Ful bright

Oliver E. Williamsion

Laura Alfaro

myers

Phiên bản trực tuyến:

<http://voer.edu.vn/c/5ad71c9e>

MỤC LỤC

1. Tổng quan về phân tích tài chính
 2. Thời giá tiền tệ và mô hình chiết khấu dòng tiền
 3. Định giá trái phiếu
 4. Định giá cổ phiếu
 5. Lợi nhuận và rủi ro
 6. Mô hình định giá tài sản vốn (capm)
 7. Kinh tế học về chi phí giao dịch
 8. Thị trường, định chế và chi phí giao dịch
 9. Tài chính, tăng trưởng và phát triển kinh tế
 10. Các Tỷ lệ Chiết khấu Tài chính trong Thẩm định Dự án
 11. Cải cách hệ thống ngân hàng: con đường còn lắm chông gai
 12. Chứng khoán chính phủ
 13. Đầu tư trực tiếp nước ngoài (fdi) và nền kinh tế hùng mạnh của Ailen
 14. Tác động của Đầu tư Nước ngoài lên Nước chủ nhà: Điềm lại các Bằng chứng Thực nghiệm
 15. Giá trị hiện tại và chi phí cơ hội của vốn
 16. Những cạm bẫy của một hệ thống tài chính do nhà nước chi phối : Trường hợp của Trung Quốc
- Tham gia đóng góp

Tổng quan về phân tích tài chính

TỔNG QUAN VỀ PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Phân tích tài chính (financial analysis) là môn học được thiết kế dành riêng cho Chương Trình Giảng Dạy Kinh Tế Fulbright và được giảng dạy vào học kỳ Thu hàng năm. Môn học này được thiết kế trên cơ sở kết hợp các môn học: Tài chính công ty (Corporate Finance), Quản trị tài chính (Financial Management), Thị trường tài chính (Financial Markets), và Tài chính quốc tế (International Finance) được giảng dạy ở các trường đại học ở các nước phát triển, trong đó chú trọng đến khía cạnh phân tích và ra quyết định tài chính nhằm trang bị cho các nhà hoạch định chính sách và giám đốc doanh nghiệp công cụ và kỹ năng phân tích trước khi ra quyết định. Tài chính có 3 lĩnh vực chủ yếu bao gồm: (1) thị trường và thể chế tài chính, (2) đầu tư tài chính, và (3) quản trị tài chính. Các lĩnh vực này thường liên quan như nhau đến những loại giao dịch tài chính nhưng theo góc độ khác nhau. Trong phạm vi môn học này chúng ta chỉ tập trung xem xét những vấn đề liên quan đến quản trị tài chính, thị trường tài chính và đầu tư tài chính.

Môn học này nhấn mạnh đến vai trò của quản trị tài chính trong các công ty cổ phần chứ không phải đề cập đến quản trị tài chính doanh nghiệp nói chung. Do đó, ở đây trình bày sơ đồ tổ chức công ty và chức năng quản trị tài chính theo kiểu công ty cổ phần (Hình 1.1). Sơ đồ tổ chức công ty như được trình bày ở hình 1.1 chú trọng đến chức năng quan trọng của giám đốc tài chính và phân biệt sự khác nhau về chức năng và vai trò của phòng tài chính và phòng kế toán. Trong khi phòng kế toán chú trọng đến việc ghi chép và phản ánh các nghiệp vụ kinh tế đã phát sinh và lập các báo cáo tài chính thì phòng tài chính lại chú trọng đến việc dựng các báo cáo tài chính do phòng kế toán lập ra để phân tích và hoạch định xem chuyện gì sẽ xảy ra trong hoạt động tài chính của công ty.

Xem chi tiết [tại đây](#)

Thời giá tiền tệ và mô hình chiết khấu dòng tiền

THỜI GIÁ TIỀN TỆ VÀ MÔ HÌNH CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Khái niệm thời giá tiền tệ rất quan trọng trong phân tích tài chính vì hầu hết các quyết định tài chính từ quyết định đầu tư, quyết định tài trợ cho đến các quyết định về quản lý tài sản đều có liên quan đến thời giá tiền tệ. Cụ thể, thời giá tiền tệ được sử dụng như yếu tố cốt lõi trong rất nhiều mô hình phân tích và định giá tài sản, kể cả đầu tư tài hữu hình lẫn đầu tư tài sản tài chính. Bài này sẽ lần lượt xem xét các vấn đề liên quan đến thời giá tiền tệ nhằm tạo nền tảng kiến thức cho các bài sau.

LÃI ĐƠN, LÃI KÉP VÀ THỜI GIÁ TIỀN TỆ CỦA MỘT SỐ TIỀN

Lãi đơn (simple interest)

Lãi kép (compound interest)

Lãi kép liên tục (continuous compound interest)

Giá trị tương lai của một số tiền hiện tại

Giá trị hiện tại của một số tiền tương lai

Xác định yếu tố lãi suất

Xác định yếu tố kỳ hạn

THỜI GIÁ CỦA DÒNG TIỀN TỆ

THỜI GIÁ TIỀN TỆ KHI GHÉP LÃI NHIỀU LẦN TRONG NĂM

Trong các phần trước khi xác định giá trị tương lai và giá trị hiện tại chúng ta giả định lãi được ghép hàng năm, tức là mỗi năm tính lãi một lần. Trên thực tế không phải lúc nào cũng vậy, nếu một năm tính lãi nhiều hơn một lần thì công thức tính giá trị tương lai và giá trị hiện tại có một số thay đổi.

LÃI SUẤT DANH NGHĨA VÀ LÃI SUẤT HIỆU DỤNG

THỜI GIÁ TIỀN TỆ VÀ CHO VAY TRẢ GÓP

MÔ HÌNH CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN (DCF)

Dựa trên cơ sở khái niệm thời giá tiền tệ, mô hình chiết khấu dòng tiền được xây dựng như là một công cụ phân tích căn bản. Mô hình này có dạng như sau:

Cơ sở lý thuyết của mô hình này là khái niệm thời giá tiền tệ và quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro, thể hiện ở suất chiết khấu k . Mô hình này giúp chúng ta có thể phân tích và so sánh ngân lưu ở những thời điểm khác nhau với mức độ rủi ro khác nhau.

Xem chi tiết [tại đây](#)

Định giá trái phiếu

ĐỊNH GIÁ TRÁI PHIẾU

Tài sản tài chính, như đã trình bày trong bài 1, là những tài sản mà giá trị của nó thể hiện ở trái quyền mà chủ sở hữu tài sản sẽ nhận được trong tương lai. Cụ thể tài sản tài chính bao gồm các loại chứng khoán ngắn hạn như tín phiếu, chứng chỉ tiền gửi, chấp nhận ngân hàng,... và các chứng khoán dài hạn như trái phiếu và cổ phiếu. Giám đốc tài chính công ty thường quan tâm đến tài sản tài chính dưới hai góc độ: khi thừa vốn công ty quan tâm đến tài sản tài chính dưới góc độ nhà đầu tư (investor), khi thiếu hụt vốn công ty quan tâm đến tài sản tài chính dưới góc độ người phát hành (issuer). Dù dưới góc độ nào, muốn ra quyết định có nên đầu tư hoặc có nên phát hành một loại tài sản tài chính nào đó hay không, điều quan trọng trước tiên là phải định giá được tài sản đó. Trong phạm vi bài này chúng ta chỉ xem xét định giá trái phiếu, một trong những loại tài sản tài chính dài hạn nhằm mục tiêu ra quyết định đầu tư hoặc huy động nợ vay dài hạn. Trước khi xem xét cách thức định giá tài sản tài chính, có một số khái niệm cần làm rõ.

Xem chi tiết [tại đây](#)

Định giá cổ phiếu

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Bài này vận dụng các khái niệm và mô hình DCF để định giá các loại cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thường. Qua bài này học viên không chỉ được làm quen với mô hình định giá cổ phiếu mà còn biết cách sử dụng mô hình này trong một số tình huống định giá và phân tích tài chính khác. Tuy nhiên, trước khi bắt đầu định giá chứng khoán cần phân biệt một số cặp khái niệm sau đây về giá trị.

Các cặp khái niệm về giá trị

Giá trị thanh lý và giá trị hoạt động

Cặp khái niệm này dùng để chỉ giá trị của doanh nghiệp dưới hai góc độ khác nhau. *Giá trị thanh lý* (liquidation value) là giá trị hay số tiền thu được khi bán doanh nghiệp hay tài sản không còn tiếp tục hoạt động nữa. Giá trị hoạt động (going-concern value) là giá trị hay số

tiền thu được khi bán doanh nghiệp vẫn còn tiếp tục hoạt động. Hai loại giá trị này ít khi nào bằng nhau, thậm chí giá trị thanh lý đôi khi còn cao hơn cả giá trị hoạt động.

Giá trị sổ sách và giá trị thị trường

Khi nói giá trị sổ sách (book value), người ta có thể đề cập đến giá trị sổ sách của một tài sản hoặc giá trị sổ sách của một doanh nghiệp. Giá trị sổ sách của tài sản tức là giá trị kế toán của tài sản đó, nó bằng chi phí mua sắm tài sản trừ đi phần khấu hao tích lũy của tài sản đó. Giá trị sổ sách của doanh nghiệp hay công ty tức là giá trị toàn bộ tài sản của doanh nghiệp trừ đi giá trị các khoản nợ phải trả và giá trị cổ phiếu ưu đãi được liệt kê trên bảng cân đối tài sản của doanh nghiệp. Giá trị thị trường (market value) là giá của tài sản hoặc doanh nghiệp được giao dịch trên thị trường. Nhìn chung, giá trị thị trường của doanh nghiệp thường cao hơn giá trị thanh lý và giá trị hoạt động của nó.

Giá trị thị trường và giá trị lý thuyết

Cặp giá trị này thường dùng để chỉ giá trị của chứng khoán, tức là giá trị của các loại tài sản tài chính. Giá trị thị trường (market value) của một chứng khoán tức là giá trị của chứng khoán đó khi nó được giao dịch mua bán trên thị trường. Giá trị lý thuyết (intrinsic value) của một chứng khoán là giá trị mà chứng khoán đó nên có dựa trên những yếu tố liên quan khi định giá chứng khoán đó. Nói khác đi, giá trị lý thuyết của

một chứng khoán tức là giá trị kinh tế của nó và trong điều kiện thị trường hiệu quả thì giá cả thị trường của chứng khoán sẽ phản ánh gần đúng giá trị lý thuyết của nó.

Định giá cổ phiếu ưu đãi

Cổ phiếu ưu đãi là loại cổ phiếu mà công ty phát hành cam kết trả tỷ lệ cổ tức cố định hàng năm và không có tuyên bố ngày đáo hạn. Rõ ràng loại cổ phiếu này có những tính chất giống 2

như trái phiếu vĩnh cửu. Do đó, mô hình định giá trái phiếu vĩnh cửu có thể áp dụng để định giá cổ phiếu ưu đãi. Giá cổ phiếu ưu đãi được xác định theo công thức sau: $V = D_p / k_p$, trong đó D_p là cổ tức hàng năm của cổ phiếu ưu đãi và k_p là tỷ suất chiết khấu thích hợp. Giả sử REE phát hành cổ phiếu ưu đãi mệnh giá 100\$ trả cổ tức 9% và nhà đầu tư đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận 14% khi mua cổ phiếu này, giá cổ phiếu này sẽ là: $V = \$9 / 0,14 = 64,29\$$

Định giá cổ phiếu thường

Ý tưởng chung

Cổ phiếu thường là chứng nhận đầu tư vào công ty cổ phần. Người mua cổ phiếu thường được chia lợi nhuận hàng năm từ kết quả hoạt động của công ty và được sở hữu một phần giá trị công ty tương ứng với giá trị cổ phiếu họ đang nắm giữ. Khi định giá trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi chúng ta thấy rằng giá trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi chính là hiện giá của dòng tiền tệ thu nhập tạo ra cho nhà đầu tư. Tương tự, giá cổ phiếu thường cũng được xem như là hiện giá dòng tiền tệ thu nhập tạo ra cho nhà đầu tư từ cổ phiếu thường. Do đó, mô hình định giá cổ phiếu thường nói chung có dạng như sau: Trong đó D_t là cổ tức được chia ở thời kỳ t và k_e là tỷ suất lợi nhuận đòi hỏi của nhà đầu tư. Tuy nhiên mô hình này chỉ phù hợp với tình huống nhà đầu tư mua cổ phiếu và giữ mãi mãi để hưởng cổ tức. Nếu nhà đầu tư mua cổ phiếu và chỉ giữ nó 2 năm sau đó bán lại với giá là P_2 , thì giá cổ phiếu sẽ là:

Mô hình chiết khấu cổ tức

Phương pháp định giá cổ phiếu theo tỷ số PE (Price-Earnings ratio)

Phương pháp này đưa ra cách tính giá cổ phiếu rất đơn giản bằng cách lấy lợi nhuận kỳ vọng trên mỗi cổ phiếu nhân với tỷ số PE bình quân của ngành. Ví dụ một công ty kỳ vọng sẽ kiếm được lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu là 3\$ trong năm tới và tỷ số PE bình quân của ngành là 15 thì giá cổ phiếu sẽ là:

$$V = (\text{Lợi nhuận kỳ vọng trên cổ phiếu}) \times (\text{Tỷ số PE bình quân ngành}) = 3\$ \times 15 = 45\$$$

Phương pháp này đơn giản, dễ áp dụng nhưng có nhiều hạn chế. Thứ nhất việc định giá cổ phiếu thường không chính xác do phải phụ thuộc vào việc ước lượng lợi nhuận kỳ vọng trên cổ phiếu. Thứ hai, làm thế nào để chọn được tỷ số PE phù hợp và liệu nhà đầu tư có tin tưởng vào tỷ số PE bình quân của ngành hay không, nếu có thì vẫn còn sai số giữa tỷ số PE của ngành và PE của công ty.

Lợi suất cổ phiếu

Cổ phiếu ưu đãi

Nếu thay giá thị trường hiện tại (P_0) cho giá trị lý thuyết (V) trong công thức tính giá trị lý thuyết của cổ phiếu ưu đãi chúng ta có được:

$$P_0 = D_p / k_p$$

Trong đó D_p là cổ tức của cổ phiếu ưu đãi và k_p là lợi suất đòi hỏi khi đầu tư cổ phiếu ưu đãi.

Từ công thức cho phép chúng ta giải tìm lợi suất cổ phiếu ưu đãi là:

$$k_p = D_p / P_0$$

Ví dụ giá thị trường hiện tại của cổ phiếu ưu đãi có mệnh giá là 100\$ trả cổ tức 10% là 91,25\$. Lợi suất đầu tư cổ phiếu này là: $k_p = (100 \times 10\%) / 91,25 = 10,96\%$.

Cổ phiếu thường

Tương tự như trong trường hợp cổ phiếu ưu đãi, chúng ta cũng thay thế giá trị lý thuyết (V) trong công thức bằng giá trị thị trường hiện tại (P_0) chúng ta sẽ có được:

$$P_0 = D_1 / (k_e - g)$$

Từ công thức có thể giải để tìm lợi suất đầu tư cổ phiếu thường (k_e):

$$k_e = D_1 / (P_0 + g)$$

Việc ứng dụng mô hình chiết khấu cổ tức như vừa trình bày trên đây để xác định lợi suất của cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thông thường có ý nghĩa rất lớn. Nó cho phép chúng ta xác định được chi phí sử dụng hai loại nguồn vốn này từ việc phát hành cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thông thường. Dựa vào chi phí sử dụng của từng bộ phận vốn này, chúng ta có thể xác định chi phí sử dụng vốn trung bình (WACC) để làm cơ sở cho việc hoạch định đầu tư vốn. Chúng ta sẽ trở lại xem xét chi tiết hơn vấn đề này trong bài 7.

Xem chi tiết [tại đây](#)

Lợi nhuận và rủi ro

LỢI NHUẬN VÀ RỦI RO

Trong bài 2 chúng ta đã đề cập nhiều đến suất chiết khấu dùng để làm cơ sở xác định giá trị hiện tại của một số tiền hoặc của một dòng tiền. Bài 4 và 5 sẽ gặp lại khái niệm này với tên gọi là tỷ suất lợi nhuận yêu cầu. Làm thế nào để quyết định suất chiết khấu hay tỷ suất lợi nhuận yêu cầu? Bài 5 sẽ xem xét mối quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro, đồng thời chỉ ra cách tính lợi nhuận và rủi ro trong trường hợp đầu tư vào một danh mục bao gồm nhiều loại chứng khoán khác nhau. Qua bài 5 bạn sẽ có nền tảng kiến thức để học mô hình định giá tài sản vốn (CAPM), mô hình dùng để quyết định tỷ suất lợi nhuận yêu cầu hay suất chiết khấu khi cần phân tích tài chính liên quan đến thời giá tiền tệ.

ĐỊNH NGHĨA LỢI NHUẬN VÀ RỦI RO

ĐO LƯỜNG RỦI RO

Rủi ro như vừa nói là một sự không chắc chắn, một biến cố có khả năng xảy ra và cũng có khả năng không xảy ra. Để đo lường rủi ro người ta dùng phân phối xác suất với hai tham số đo lường phổ biến là kỳ vọng và độ lệch chuẩn.

Lợi nhuận kỳ vọng và độ lệch chuẩn

Hệ số biến đổi (coefficient of variation)

THÁI ĐỘ ĐỐI VỚI RỦI RO

Để minh họa và phân biệt thái độ của nhà đầu tư đối với rủi ro, chúng ta xem xét trò chơi có tên Let's Make a Deal do Monty Hall điều khiển chương trình như sau : Monty Hall giải thích rằng bạn được phép giữ lấy bất cứ thứ gì bạn tìm thấy khi mở cửa số 1 hoặc số 2. Đằng sau một trong hai cửa này là 10.000\$ trong khi cửa còn lại là một đồng vỏ xe đã sử dụng có giá trị thị trường là 0. Hall cũng cho biết thêm rằng bạn có quyền được mở một trong hai cửa và có thể trúng giải thưởng 10.000\$ nếu mở đúng cửa hoặc nhận đồng vỏ xe vứt đi nếu mở sai cửa. Ngoài ra, Hall có thể cho bạn một số tiền nếu như bạn từ bỏ quyền được mở cửa của bạn, cũng đồng nghĩa với từ bỏ lợi nhuận kỳ vọng để nhận lấy

một số tiền chắc chắn.

LỢI NHUẬN VÀ RỦI RO CỦA MỘT DANH MỤC ĐẦU TƯ

Từ đầu bài đến giờ chúng ta xét lợi nhuận và rủi ro của những khoản đầu tư riêng biệt. Thực tế nhà đầu tư ít khi nào dồn hết toàn bộ tài sản của mình vào một khoản đầu tư duy nhất. Do vậy, cần bàn thêm về danh mục đầu tư và rủi ro của danh mục đầu tư. Danh mục đầu tư (portfolio) là sự kết hợp của 2 hay nhiều chứng khoán hoặc tài sản trong đầu tư.

Lợi nhuận của danh mục đầu tư

Rủi ro của danh mục đầu tư

ĐA DẠNG HOÁ DANH MỤC ĐẦU TƯ NHẪM GIẢM RỦI RO

Trong phần này chúng ta xem xét chiến lược đầu tư đa dạng hoá nhằm giảm rủi ro. Phương châm ở đây dựa vào câu phương ngôn “Đừng bỏ tất cả các quả trứng của bạn vào cùng một giỏ” (Don’t put all your eggs in one basket). Đa dạng hoá danh mục đầu tư nhằm cắt giảm rủi ro ở đây có nghĩa là kết hợp đầu tư vào nhiều loại chứng khoán mà các chứng khoán này không có tương quan cùng chiều với nhau một cách hoàn hảo, nhờ vậy biến động giảm lợi nhuận của chứng khoán này có thể được bù đắp bằng biến động tăng lợi nhuận của chứng khoán khác. Ngoài ra người ta còn đa dạng hoá nhằm cắt giảm rủi ro bằng cách đầu tư vào thị trường chứng khoán quốc tế thay vì chỉ tập trung đầu tư vào thị trường chứng khoán của một quốc gia nào đó. Hình vẽ 5.1 dưới đây minh họa sự cắt giảm rủi ro nhờ kết hợp đầu tư đa dạng vào hai chứng khoán A và B thay vì chỉ đầu tư vào một loại chứng khoán duy nhất. Hai chứng khoán này có hệ số tương quan nghịch nên khi kết hợp hai chứng khoán này lại trong một danh mục đầu tư thì rủi ro sẽ được loại trừ. Cụ thể hơn, giả sử bạn đang xem xét đầu tư vào một đảo quốc, ở đó có hai mùa mưa và nắng, và có hai công ty hoạt động: một công ty chuyên sản xuất và kinh doanh áo đi mưa và một công ty chuyên sản xuất và kinh doanh kem chống nắng. Hệ số tương quan lợi nhuận của hai công ty này là $r_{1,2} = -1$, vì sáu tháng mùa nắng công ty sản xuất kem chống nắng thu được lợi nhuận cao trong khi công ty sản xuất áo đi mưa không có lợi

nhuận. Ngược lại, sáu tháng mùa mưa, công ty sản xuất áo đi mưa thu được lợi nhuận cao trong khi công ty sản xuất kem chống nắng không có lợi nhuận.

Xem chi tiết [tại đây](#)

Mô hình định giá tài sản vốn (capm)

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN VỐN (CAPM)

Giới thiệu chung

Mô hình định giá tài sản vốn (Capital asset pricing model – CAPM) là mô hình mô tả mối quan hệ giữa rủi ro và lợi nhuận kỳ vọng. Trong mô hình này, lợi nhuận kỳ vọng của một chứng khoán bằng lợi nhuận không rủi ro (risk-free) cộng với một khoản bù đắp rủi ro dựa trên cơ sở rủi ro toàn hệ thống của chứng khoán đó. Còn rủi ro không toàn hệ thống không được xem xét trong mô hình này do nhà đầu tư có thể xây dựng danh mục đầu tư đa dạng hoá để loại bỏ loại rủi ro này. Mô hình CAPM do William Sharpe phát triển từ những năm 1960 và đã có được nhiều ứng dụng từ đó đến nay. Mặc dù còn có một số mô hình khác nỗ lực giải thích động thái thị trường nhưng mô hình CAPM là mô hình đơn giản về mặt khái niệm và có khả năng ứng dụng sát thực với thực tiễn. Cũng như bất kỳ mô hình nào khác, mô hình này cũng chỉ là một sự đơn giản hoá hiện thực bằng những giả định cần thiết, nhưng nó vẫn cho phép chúng ta rút ra những ứng dụng hữu ích.

Những giả định

Mô hình luôn bắt đầu bằng những giả định cần thiết. Những giả định có tác dụng làm đơn giản hoá nhưng vẫn đảm bảo không thay đổi tính chất của vấn đề. Trong mô hình CAPM, chúng ta lưu ý có những giả định sau:

- Thị trường vốn là hiệu quả ở chỗ nhà đầu tư được cung cấp thông tin đầy đủ, chi phí giao dịch không đáng kể, không có những hạn chế đầu tư, và không có nhà đầu tư nào đủ lớn để ảnh hưởng đến giá cả của một loại chứng khoán nào đó. Nói khác đi, giả định thị trường vốn là thị trường hiệu quả và hoàn hảo.
- Nhà đầu tư kỳ vọng nắm giữ chứng khoán trong thời kỳ 1 năm và có hai cơ hội đầu tư: đầu tư vào chứng khoán không rủi ro và đầu tư vào danh mục cổ phiếu thường trên thị trường.

Nội dung của mô hình

Quan hệ giữa lợi nhuận cá biệt và lợi nhuận thị trường - Đường đặc thù chứng khoán (The security characteristic line)

Ước lượng β trên thực tế

Quan hệ giữa rủi ro và lợi nhuận

Lợi nhuận kỳ vọng của một chứng khoán có quan hệ đồng biến với rủi ro của chứng khoán đó, nghĩa là nhà đầu tư kỳ vọng chứng khoán rủi ro cao có lợi nhuận cao và ngược lại. Hay nói khác đi, nhà đầu tư giữ chứng khoán có rủi ro cao chỉ khi nào lợi nhuận kỳ vọng đủ lớn để bù đắp rủi ro. Phần trước chúng ta đã nói β là hệ số dùng để đo lường rủi ro của một chứng khoán. Do đó, lợi nhuận kỳ vọng của một chứng khoán có quan hệ đồng biến với hệ số β của nó.

Ưu nhược điểm của mô hình CAPM

Những phát hiện bất thường khi áp dụng CAPM

Một số học giả khi áp dụng mô hình CAPM đã phát hiện ra một số điểm bất thường khiến CAPM không còn đúng như trường hợp bình thường. Những điểm bất thường bao gồm :

- Ảnh hưởng của qui mô công ty – Người ta phát hiện rằng cổ phiếu của công ty có giá trị thị trường nhỏ (market capitalization = price per share x number of share) đem lại lợi nhuận cao hơn cổ phiếu của công ty có giá trị thị trường lớn, nếu những yếu tố khác như nhau.

- Ảnh hưởng của tỷ số PE và MB – Người ta cũng thấy rằng cổ phiếu của những công ty có tỷ số PE (price/earning ratio) và tỷ số MB (market-to-book value ratio) thấp đem lại lợi nhuận cao hơn cổ phiếu của những công ty có tỷ số PE và MB cao.

- Ảnh hưởng tháng Giêng – Những người nào nắm giữ cổ phiếu trong khoảng thời gian từ tháng 12 đến tháng 1 thường có lợi nhuận cao hơn so với những tháng khác. Tuy vậy, người ta cũng lưu ý mặc dù ảnh hưởng tháng Giêng được tìm thấy trong nhiều năm nhưng không phải năm nào cũng xảy ra.

Những nghiên cứu và phát hiện của Fama và French

Eugene Fama và Kenneth French tiến hành nghiên cứu thực nghiệm về quan hệ giữa lợi nhuận của cổ phiếu, qui mô công ty, tỷ số MB và hệ số beta. Kết quả kiểm định dựa vào số liệu thời kỳ 1963 – 1990 cho thấy rằng các biến qui mô và tỷ số MB là những biến ảnh hưởng mạnh đến lợi nhuận cổ phiếu. Khi những biến này được đưa vào phân tích hồi qui trước rồi mới thêm biến beta vào thì kết quả cho thấy rằng biến beta không mạnh bằng các biến kia trong việc giải thích lợi nhuận cổ phiếu. Điều này khiến giáo sư Fama, một giáo sư có uy tín, đi đến kết luận rằng beta không phải là biến duy nhất giải thích lợi nhuận. Ông phát động cuộc tấn công vào khả năng sử dụng mô hình CAPM để giải thích lợi nhuận cổ phiếu và đề nghị rằng biến qui mô và biến tỷ số MB thích hợp để giải thích

lợi nhuận hơn là biến rủi ro. Các nhà nghiên cứu khác bình luận gì? Người ta cho rằng Fama và French giải thích lợi nhuận thị trường với hai biến dựa vào giá trị thị trường

cho nên không có gì ngạc nhiên khi thấy có sự tương quan rất cao giữa các biến này. Fama và French đã quá tập trung vào biến lợi nhuận thay vì tập trung vào biến rủi ro, cho nên cũng không có nền tảng lý thuyết cho những phát hiện có tính phản bác của họ.

Mặc dù beta có thể không là biến tốt dự báo lợi nhuận cổ phiếu nhưng nó vẫn là biến phù hợp để đo lường rủi ro. Đối với các nhà đầu tư ngại rủi ro, beta cung cấp cho họ thông tin làm cơ sở cho việc kỳ vọng một mức lợi nhuận tối thiểu. Mặc dù không phải nhà đầu tư nào cũng có thể chấp nhận mức lợi nhuận này nhưng với mục đích của tài chính công ty nó vẫn hữu ích để hướng dẫn công ty phân bổ vốn vào các dự án đầu tư.

Những phê phán từ các nhà nghiên cứu mô hình đa yếu tố (Multifactor model)

Những người ủng hộ mô hình đa yếu tố cho rằng mặc dù CAPM vẫn hữu ích cho mục đích của tài chính công ty nhưng nó không đem lại sự đo lường chính xác lợi nhuận kỳ vọng của một cổ phiếu cụ thể nào đó. Mô hình đa yếu tố (multifactor models) cho rằng lợi nhuận cổ phiếu biến động phụ thuộc vào nhiều yếu tố chứ không phải chỉ có yếu tố thay đổi của thị trường nói chung cho nên nếu đưa thêm những yếu tố khác vào yếu tố rủi ro để giải thích lợi nhuận sẽ mạnh hơn là chỉ dựa vào một yếu tố duy nhất như mô hình CAPM. Mục tiếp theo sẽ xem xét Lý thuyết định giá kinh doanh chênh lệch, một dạng mô hình đa yếu tố sử dụng để quyết định lợi nhuận đầu tư.

Lý thuyết định giá kinh doanh chênh lệch (Arbitrage pricing theory)

Có lẽ lý thuyết định giá kinh doanh chênh lệch (Arbitrage pricing theory – APT) là lý thuyết “cạnh tranh” gay gắt với mô hình CAPM. Về nguồn gốc APT được phát triển bởi Stephen A. Ross. Lý thuyết này dựa trên ý tưởng rằng trong thị trường tài chính cạnh tranh kinh doanh chênh lệch giá bảo đảm việc định giá cân bằng đối với lợi nhuận và rủi ro. Kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage) đơn giản là nếu có hai thứ giống nhau nhưng giá cả khác nhau thì người ta sẽ mua thứ nào rẻ để bán lại với giá đắt và kiếm lợi nhuận. Nhưng làm thế nào để biết được chứng khoán nào rẻ, chứng khoán nào đắt? APT sẽ giúp bạn với hai mô hình sẽ xem xét dưới đây.

Mô hình hai yếu tố (Two-factor model)

Mô hình đa yếu tố (Multifactor model)

Lý thuyết thị trường vốn và mô hình CAPM

Những giả định

Các lý thuyết kinh tế thường bắt đầu bằng những giả định. Những giả định này giúp đơn giản hoá vấn đề trong nghiên cứu. Tuy nhiên chúng làm cho lý thuyết có phần nào xa rời với thực tiễn, nhưng sự xa rời này phải nằm trong phạm vi có thể chấp nhận được. Khi xây dựng lý thuyết thị trường vốn các nhà nghiên cứu đưa ra hai loại giả định: giả

định liên quan đến hành vi của nhà đầu tư và giả định liên quan đến thị trường vốn. cá biệt j nào đó.

Xem chi tiết [tại đây](#)

Kinh tế học về chi phí giao dịch

KINH TẾ HỌC VỀ CHI PHÍ GIAO DỊCH

Các hãng, các thị trường, và việc thiết lập hợp đồng quan hệ (relational contracting) là những thể chế kinh tế quan trọng. Chúng cũng là sản phẩm tiến hóa của một chuỗi những đổi mới về tổ chức. Tuy nhiên, việc nghiên cứu các thể chế kinh tế của nền kinh tế thị trường chưa chiếm một vị trí quan trọng trong chương trình nghị sự về nghiên cứu khoa học xã hội.

Việc xao lãng này được giải thích một phần bởi sự phức tạp vốn có của các thể chế đó. Nhưng sự phức tạp có thể và quả thật thường phục vụ như là một yếu tố thúc đẩy chứ không phải là yếu tố cản trở. Tình trạng ban sơ của kiến thức của chúng ta ít nhất cũng được giải thích với mức độ tương đương bởi sự miễn cưỡng trong việc thừa nhận rằng các chi tiết về tổ chức có tầm quan trọng. Khái niệm phổ biến về công ty hiện đại như là một “hộp đen” là một mẫu mực về truyền thống nghiên cứu phi thể chế (hay tiềnphân tích vi mô).

Tuy nhiên, chỉ đơn thuần thừa nhận rằng các chi tiết về phân tích vi mô của tổ chức có tầm quan trọng thì chưa đủ. Cần phải xác định những đặc điểm về cấu trúc quan trọng nhất của các hình thức theo thị trường, theo hệ thống tầng nấc, tựa thị trường (quasi-market) của tổ chức và liên kết chúng với những kết quả kinh tế theo một cách thức có tính hệ thống. Việc thiếu sự đồng ý về (hay những khái niệm sai lầm liên quan đến) những mục đích chính của tổ chức kinh tế cũng là một yếu tố gây trở ngại cho tiến bộ trong nghiên cứu.

Để giải quyết những vấn đề đó, sẽ cần đến một chương của lịch sử tư duy kinh tế nào đó chưa được viết ra. Bất kể sự giải thích cuối cùng là gì, sự thật là hoạt động nghiên cứu về các thể chế kinh tế đã chứng kiến sự hồi sinh. Theo đó, trong khi việc nghiên cứu về kinh tế học về thể chế đã đạt điểm sa sút nhất trong thời kỳ ngay sau chiến tranh thế giới, thì bình tâm nhìn lại chúng ta sẽ lần ra được rằng việc phục hồi sự quan tâm về các thể chế và việc tái xác nhận tầm quan trọng về kinh tế của chúng đã xảy ra từ đầu thập niên 1960.¹ Nội dung hoạt động bắt đầu xuất hiện vào đầu thập niên 1970.² Đặc điểm chung của lĩnh vực nghiên cứu mới là khái niệm hãng (công ty) như là một hàm sản xuất

bị thay thế (hay được nâng cao) bởi khái niệm hãng như là một cấu trúc quản trị (governance structure). Nghiên cứu thuộc loại Kinh tế học mới về thể chế (New Institutional Economics) đã đạt khối lượng có tính quyết định trước năm 1975.³ Thập niên sau đó chứng kiến sự gia tăng theo cấp số nhân. Kinh tế học về chi phí giao dịch là một phần của truyền thống nghiên cứu Kinh tế

học mới về thể chế. Mặc dù kinh tế học về chi phí giao dịch (và, tổng quát hơn, Kinh tế học mới về thể chế) áp dụng vào việc nghiên cứu tổ chức kinh tế thuộc tất cả các loại, nhưng cuốn sách này chủ yếu đặt trọng tâm vào các thể chế kinh tế của nền kinh tế thị trường, đặc biệt đề cập đến hãng, thị trường, và hợp đồng quan hệ (relational contracting). Trọng tâm đó trải qua trọn vẹn một khoảng biến thiên từ một đầu là sự trao đổi rời rạc trên thị trường đến đầu kia là tổ chức theo tầng nấc tập trung, với vô số phương thức hỗn hợp hay trung gian ở khoảng giữa. Đặc trưng thay đổi của tổ chức kinh tế theo thời gian Mặc dù những tính chất đáng lưu ý của các thị trường tân cổ điển, mà ở đó giá cả được dùng làm số liệu thống kê thỏa đáng, được thừa nhận rộng rãi – như Friedrich Hayek phát biểu, thị trường là “điều kỳ diệu” (1945, trang 525) – nhưng người ta có các ý kiến khác nhau trong việc đánh giá các giao dịch được thu xếp trong phạm vi các phương thức tổ chức phi thị trường và tựa thị trường. Bộ máy quản lý hành chính và những hỗ trợ theo cách thức “luật rừng” (hay trật tự tư, private ordering) đi kèm với những giao dịch này có tốt lắm thì cũng dẫn đến tình trạng rối ren. Một số học giả thậm chí từ chối bàn luận đến những giao dịch đó. Những học giả khác xem những sự lệch hướng này là bằng chứng cho thấy tình trạng tràn lan của “thất bại thị trường”. Cho đến rất gần đây, cách giải thích về kinh tế chủ yếu đối với những thông lệ kinh doanh xa lạ hay không thông

thường vẫn dựa vào độc quyền.⁴ “[Nếu] một nhà kinh tế học phát hiện điều gì đó – một thông lệ kinh doanh thuộc loại này hay loại khác – mà nhà kinh tế học không hiểu, thì nhà kinh tế học này sẽ tìm một cách giải thích dựa theo độc quyền” (Coase, 1972, trang 67). Điều không làm ai ngạc nhiên là các nhà khoa học xã hội khác xem cùng các thể chế này là có hại cho xã hội. Việc cưỡng chế thi hành luật chống độc quyền từ năm 1945 đến hết năm 1970 thể hiện định hướng đó. Phải công nhận rằng, sự đánh giá tiêu cực về xã hội sau khi cân nhắc mọi mặt đôi khi được biện minh là xác đáng. Tuy thế, một sự hiểu biết sáng suốt và tinh tế hơn về các thể chế kinh tế của nền kinh tế thị trường đã và đang phát triển dần dần. Nhiều thông lệ thực hành gây bối rối hay khác thường đã được làm nổi bật rõ rệt trong quá trình này. Cuốn sách này đưa ra nhận định rằng các thể chế kinh tế của nền kinh tế thị trường có mục đích chính và tác dụng là tiết kiệm các chi phí giao

dịch). Tuy nhiên, không được lẫn lộn giữa một mục đích chính (trong số nhiều mục đích) và mục đích duy nhất. Các thể chế phức tạp thường đáp ứng nhiều mục tiêu khác nhau. Điều này cũng đúng ở đây. Tôi gán cho việc tiết kiệm chi phí giao dịch tầm quan trọng khác thường là có ý đồ uốn nắn lại tình trạng xao lãng và đánh giá chưa đủ trước đây. Theo phán đoán của tôi, chúng ta không thể đạt được sự đánh giá đúng đắn về các thể chế kinh tế của nền kinh tế thị trường nếu chúng ta bác bỏ tầm quan trọng chính yếu của việc tiết kiệm chi phí giao dịch.⁵ Cần phải chú trọng nhiều hơn đến các đặc điểm về *tổ chức* (so với công nghệ) và các mục đích về *hiệu quả* (so với độc quyền). Chủ điểm

này được lặp lại, với những biến thể khác nhau, trong suốt cuốn sách này. Tôi có ý kiến rằng toàn bộ một dãy các đổi mới về tổ chức đánh dấu sự phát triển của các thể chế

kinh tế của nền kinh tế thị trường trên thế giới trong 150 năm qua cần được đánh giá lại xét theo chi phí giao dịch. Phương pháp được đề xuất ở đây là định hướng hợp đồng (contracting orientation) và khẳng định rằng bất cứ vấn đề nào có thể được giải thích một cách có hệ thống như một vấn đề về thiết lập hợp đồng (contracting

problem) đều có thể được nghiên cứu, để đem lại kết quả tốt, xét về phương diện tiết kiệm chi phí giao dịch. Mọi quan hệ trao đổi hay giao dịch đều đủ tiêu chuẩn để có thể được nghiên cứu xét theo việc tiết kiệm chi phí giao dịch. Nhiều vấn đề khác, mà lúc ban đầu có vẻ không liên quan tới việc thiết lập hợp đồng, nhưng sau khi xem xét kỹ lưỡng, thì hóa ra là có tính chất thiết lập hợp đồng ngầm ẩn. (Vấn đề các-ten là một thí dụ). Kết quả cuối cùng là phạm vi thực sự và tiềm năng của kinh tế học về chi phí giao dịch rất rộng. So sánh với các phương pháp khác về nghiên cứu tổ chức kinh tế, kinh tế học về chi phí giao dịch (1) có tính phân tích vi mô hơn, (2) tự ý thức hơn về các giả định về hành vi của mình, (3) giới thiệu và phát triển tầm quan trọng về kinh tế của tính chuyên dụng hay đặc thù của tài sản (asset specificity), (4) dựa nhiều hơn vào phân tích so sánh

về thể chế, (5) xem hãng (công ty) kinh doanh như là một cấu trúc quản trị chứ không phải là một hàm sản xuất đơn thuần, và (6) gắn tầm quan trọng lớn hơn cho các thể chế *hậu nghiệm (ex post)* của hợp đồng, với sự nhấn mạnh đặc biệt đến các trật tự tư (so với trật tự theo tòa án). Nhiều ý nghĩa bổ sung phát sinh khi giải quyết các vấn đề về tổ chức kinh tế theo cách này. Nghiên cứu về các thể chế kinh tế của nền kinh tế thị trường, như được đề xuất trong bài này, khẳng định rằng giao dịch là một đơn vị cơ bản của phép phân tích và nhấn mạnh rằng hình thức tổ chức có tầm quan trọng. Quan điểm nền tảng ảnh hưởng đến nghiên cứu so sánh về các vấn đề của tổ chức kinh tế là: Người ta tiết kiệm được các chi phí giao dịch bằng cách gán các giao dịch (mà các giao dịch này có các

thuộc tính khác nhau) cho các cấu trúc quản trị (mà khả năng thích ứng và các chi phí đi kèm của chúng khác nhau – theo một cách thức có phân biệt sáng suốt.⁶ Với tính phức tạp của những hiện tượng được xem xét lại, kinh tế học về chi phí giao dịch thường được sử dụng bổ sung cho các phương pháp khác chứ không phải loại trừ hết các phương pháp khác. Tuy nhiên, không phải mọi phương pháp đều mang lại nhiều kiến thức bổ ích như nhau, và đôi khi các phương thức khác nhau là đối thủ chứ không phải hỗ trợ cho nhau.

Bản chất của các chi phí giao dịch được phát triển trong phần 1. Phần 2 trình bày sơ đồ nhận thức về hợp đồng, trong sơ đồ này các phương pháp thay thế khác nhau về tổ chức kinh tế được mô tả và liên quan đến sơ đồ này kinh tế học về chi phí giao dịch được xác định vị trí. Phần 3 trình bày quan hệ giữa các giả định về hành vi và các khái niệm về hợp đồng khác nhau. Phần 4 phát triển một giản đồ cơ bản về thiết lập hợp đồng mà lập luận trong sách này dựa vào một cách lặp đi lặp lại. Phần 5 xem xét các vấn đề về hợp đồng nảy sinh trong việc tổ chức thành phố công ty (company town). Những áp dụng khác được phác thảo trong phần 6. Phần cuối cùng là những nhận xét để kết luận.

Xem chi tiết [tại đây](#)

Thị trường, định chế và chi phí giao dịch

TÀI CHÍNH PHÁT TRIỂN

THỊ TRƯỜNG, ĐỊNH CHẾ VÀ CHI PHÍ GIAO DỊCH

Giới thiệu

Có nhiều lập luận ủng hộ hệ thuyết (paradigm) kinh tế hiện hành trong việc nó đề cao vai trò của các thể chế thị trường đối với hoạt động quản trị kinh tế và tài chính trong những khu vực và những ngành khác nhau. Nhưng đồng thời cũng có một vài lập luận phản đối đáng lưu ý. Việc nhận thức được sự phụ thuộc lẫn nhau phức tạp giữa một bên là các thể chế và những hoạt động của chúng và bên kia là sự tiến triển của các quy tắc quản trị theo thời gian là hết sức quan trọng. Toàn cầu hóa hay sự hội nhập kinh tế và tài chính mà đã nổi lên trong thập niên 1990 đã có những đóng góp tích cực lẫn tiêu cực (để biết về một quan điểm có tính phê phán những chính sách và tác động của toàn cầu hóa, hãy xem Baker và các cộng sự 1998 và Stiglitz 2002). Vai trò và những hạn chế của sự toàn cầu hóa hay sự mở rộng thị trường toàn cầu xứng đáng nhận được sự nghiên cứu cẩn trọng về khu vực tài chính trong mối quan hệ với vai trò của khu vực này trong việc đạt được những mục tiêu phát triển của các khu vực kém phát triển hơn trong xã hội. Một số ý nghĩa của sự tự do hóa và toàn cầu hóa tài chính được thảo luận trong chương 4. Những

vai trò còn đang được tranh cãi rộng khắp của các thể chế chính phủ (bao gồm cả những chế định – regulatory regimes) tương phản với vai trò của các thể chế thị trường là một sự đơn giản hóa quá mức những tiến trình cơ bản. Điều thực sự liên quan là một sự kết hợp khôn ngoan giữa các thể chế chính phủ và thị trường cũng như các thể chế tư nhân khác được xây dựng dựa trên một hệ thống pháp luật và pháp quyền vững chắc. Sự phụ thuộc qua lại phức tạp giữa các nguồn lực tài chính, các tiến trình tăng trưởng kinh tế và phát triển kinh tế cần nhận được sự quan tâm nhiều hơn trong các nghiên cứu về học thuật và chính sách. Mãi cho đến gần đây thì nhiều nhà kinh tế mới quan tâm đến vai trò quan trọng của các nguồn lực tài chính và cơ sở hạ tầng thể chế trong tăng trưởng và phát triển kinh tế. Một trong những đóng góp đáng lưu ý là nghiên cứu của Hulme và Mosley (1996) tập trung vào các nguyên lý và ứng dụng của tài chính trong mối quan hệ với giảm nghèo. Một số cuốn sách quan trọng tổng hợp các lý thuyết về kinh tế học phát

triển đã không đề cập đến tài chính như là một chủ đề và một số bài khảo cứu cũng đã không đề cập đến tài chính cho phát triển ngay cả trong danh mục các chủ đề bị bỏ qua. Tương tự như vậy, phần lớn lý thuyết kinh tế phát triển cũng lãng quên luôn về vai trò của các nhân tố môi trường. Điều này không báo trước điều gì hay ho về sự bền vững của kinh tế học phát triển như là một lĩnh vực quan trọng của kinh tế học hiện đại. Bất

cứ một cách tiếp cận toàn diện nào cũng phải chấp nhận ưu tiên hàng đầu cho vai trò của các nguồn lực và thể chế tài chính cũng như là các vấn đề đang nổi lên về phát triển bền vững. Vì vậy, có một nhu cầu ngày càng tăng cho sự phát triển hơn nữa trong nội bộ lĩnh vực tài chính phát triển nhằm xác định vai trò quan trọng của các nhân tố tài chính, và tầm quan trọng được lượng hóa của những hệ thống tài chính trong các tiến trình tăng trưởng và phát triển kinh tế. Với khoảng 1/3 dân số toàn cầu hiện đang sống trong nghèo khổ và hơn 1 tỷ người hiện đang sống dựa vào mức thu nhập thấp hơn 1 USD/ngày, vai

trò của tài chính phát triển xứng đáng được sự quan tâm nhiều hơn vì lợi ích của người nghèo cũng như người giàu. Nhiều thể chế tài chính và phát triển đa phương đòi hỏi một sự chấp thuận về ưu tiên hàng đầu dành cho việc xóa đói giảm nghèo nhưng dường như đã không đạt được những mục tiêu này. Trong tài chính phát triển, bản chất và phạm vi tương tác giữa các nguồn tài chính khác nhau, từ những nguồn/thể chế chính thức và phi chính thức, là một khía cạnh quan trọng. Những vai trò của kinh tế học thể chế và kinh tế học khế ước (economics of contracts) là

quan trọng trong việc thiết kế các chính sách tài chính và thực thi các chính sách này. Chương này chủ yếu đề cập đến các đặc trưng liên quan về vai trò của các thể chế và chi phí giao dịch (TC) trong việc hình thành và quản trị các thể chế tài chính và sự thiết lập các chính sách có liên quan. Sau khi xem xét các đặc trưng nổi bật của kinh tế học về khế ước tài chính, thông tin bất cân xứng (asymmetric information - AI) và các đặc trưng có liên quan, chương này phân tích hiện tượng định mức tín dụng cân bằng và các yếu tố của việc quản lý rủi ro tài chính. Các phần tiếp theo đề cập tới các cơ chế khác nhau của sự quản trị tài chính đối với sự hợp tác quốc tế, và vai trò của chi phí giao dịch trong việc tác động đến quản trị tài chính hiệu quả theo các sắp đặt thể chế khác nhau...

Xem chi tiết [tại đây](#)

Tài chính, tăng trưởng và phát triển kinh tế

TÀI CHÍNH PHÁT TRIỂN

TÀI CHÍNH, TĂNG TRƯỞNG VÀ PHÁT TRIỂN KINH TẾ

Giới thiệu

Một trong các định nghĩa (xem một trong những cuốn sách hàng đầu về kinh tế phát triển do Meier biên tập, 1989 trang 6) phát biểu rằng sự phát triển kinh tế là một quá trình mà qua đó a) thu nhập bình quân đầu người của một nước tăng lên sau một khoảng thời gian, và b) số lượng người nghèo và sự bất bình đẳng kinh tế trong xã hội không tăng lên. Định nghĩa này ngụ ý rằng phát triển đòi hỏi phải giảm một cách tương đối tỷ lệ người nghèo trong khi tốc độ tăng dân số là số dương, và vẫn không quên những nhu cầu cấp thiết của việc giảm nghèo đói. Vì việc giảm nghèo đói có vai trò quan trọng trong bất cứ xã hội này và bởi vì sự phổ biến của tình trạng đói nghèo cùng cực đóng vai trò như một cản ngại chính yếu đối với toàn bộ hệ thống kinh tế, cần thiết phải xét lại khái niệm của kinh tế phát triển để nhằm phản ánh các nhân tố này. Chúng tôi định nghĩa phát triển kinh tế như là một quá trình tổng hợp mà bao gồm những cải thiện trong tất cả mọi lĩnh vực của xã hội và phúc lợi của toàn bộ dân số được duy trì trong khi giảm thiểu sự nghèo đói cùng cực và sự tước đoạt kinh tế đối với bộ phận nào trong xã hội. Định nghĩa này tập trung vào sự ưu tiên tương đối trong các tiến trình phát triển cũng như việc tạo ra các khía cạnh cơ sở hạ tầng có liên quan. Sự phát triển cơ sở hạ

tầng bao gồm, nhưng không giới hạn, ở các yếu tố sau: sự phát triển của cơ sở hạ tầng pháp luật và sự tôn trọng pháp quyền, việc cung cấp hàng hóa và dịch vụ với chi phí thấp nhất của các thể chế công, sự khuyến khích các thị trường cạnh tranh và việc quản lý chúng, sự phát triển nguồn vốn nhân lực và sự bảo vệ môi trường. Bất cứ chỉ báo nào về sự tiến triển trong phát triển kinh tế của một đất nước đều cần phải phản ánh được những khía cạnh này. Khái niệm tăng trưởng kinh tế được định nghĩa là tốc độ tăng trưởng của tổng sản lượng kinh tế, bao gồm cả sự đóng góp của việc tích lũy vốn trong sản lượng này. Tăng trưởng vẫn là một điều kiện cần nhưng chưa đủ của phát triển kinh tế.

Trong số các nhập lực quan trọng nhất cho phát triển kinh tế là các nguồn lực tài chính và khả năng tiếp cận đến những nguồn lực này trong tất cả các lĩnh vực của hoạt động kinh tế. Việc cung cấp vốn cho các mục tiêu phát triển khác nhau không chắc là khả thi nếu sự phân bổ nguồn lực hoàn toàn để cho thị trường tài chính thực hiện. Tài chính cho tăng trưởng và phát triển kinh tế không nhất thiết được cung cấp ở các mức bền vững và tối ưu về mặt xã hội nếu các thị trường vốn nội địa và toàn cầu là thể chế chủ yếu cho việc đạt được các mục tiêu phát triển kinh tế. Do vậy, một nỗ lực tinh táo là cần thiết trong tất cả lĩnh vực và ngành của các hệ thống kinh tế nội địa và toàn cầu

và các thể chế quản trị việc hướng dẫn các nguồn lực của các hệ thống này, một cách trực tiếp (như là viện trợ tài chính) lẫn xúc tác (như trong việc khuyến khích các dòng tài chính, thị trường và thể chế tài chính bền vững cho việc quản trị tài chính hiệu quả). Vai trò của các thể chế tài chính và chính sách của chúng trong việc quản trị phát triển kinh tế trên diện rộng thường chỉ được nói đến trong các phân cục bộ. Stiglitz (2000, trang 1085) đã đặt ra câu hỏi: liệu các chính sách tài chính toàn cầu ảnh hưởng tới “cuộc sống và khả năng sinh tồn của hàng triệu con người trên toàn thế giới có phản ánh được

sự chú ý và quan tâm, không chỉ đến thị trường tài chính nói riêng, mà còn đến các doanh nghiệp, lớn và nhỏ, những công nhân, và nền kinh tế nói chung hay không?”. Đây là vấn đề trọng tâm của tài chính phát triển. Các khía cạnh kinh tế phát triển vẫn liên quan trong việc thiết kế các chính sách và thể chế tài chính cho việc quản trị tài chính. Rõ ràng là sự tập trung vào các thể chế và chính sách tài chính nên đặt trọng tâm vào các mục tiêu phát triển được hỗ trợ bởi sự vận hành hiệu quả của các thị trường và thể chế vốn nội địa và toàn cầu. Trong khi mục tiêu lợi nhuận đối với các doanh nghiệp tư nhân tiếp tục là động lực chính thì việc duy trì mục tiêu đó và giảm bớt bất cứ ngoại tác nào cần có sự nghiên cứu kết hợp với các hoạt động có liên quan. Tương tự như vậy, các thể chế tài chính mà

do các thực thể chính phủ chỉ đạo cần đảm bảo rằng chi phí giao dịch của các thể chế này được tối thiểu hóa khi cung cấp các nguồn lực và dịch vụ đáng mong muốn về mặt kinh tế và xã hội.

Trong số những yếu tố được quan tâm đặc biệt của chương này là các vấn đề liên quan đến vai trò của các trung gian tài chính (Financial Intermediaries - FI) đối với tăng trưởng kinh tế, quan hệ giữa các thể chế pháp luật, dòng vốn, và tác động của những yếu tố này đến phát triển kinh tế. Thường thì mặc dù rõ ràng là sự phát triển tài chính (Financial Development - FD) lớn hơn đóng góp và phát triển kinh tế, nhưng sự hiểu biết về các nhân tố mà cho phép tạo ra một sự liên quan lẫn nhau và tính hiệu quả tương đối của các công cụ chính sách như vậy là rất hữu ích cho việc thiết kế và thực thi các cơ chế tài chính phát triển hữu hiệu. Một sự nghiên cứu về các cơ chế mà qua đó trung gian tài

chính đóng góp vào tăng trưởng kinh tế là một khía cạnh phân tích quan trọng mà cho phép việc hình thành chính sách. Các nhân tố tác động đến sự hiệu quả của trung gian tài chính và các ý nghĩa đối với phát triển tài chính cũng là các nhân tố có liên quan. Chúng ta nghiên cứu mối quan hệ giữa các yếu tố đầu vào tài chính với tăng trưởng kinh tế, vai trò của trung gian tài chính trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, và sự liên kết giữa phát triển tài chính và phát triển kinh tế. Một sự nghiên cứu kỹ lưỡng hơn về các vấn đề vừa đề cập, sự tự phụ thuộc lẫn nhau, và các mối liên kết phổ biến cho phép thiết kế và thực thi các chính sách được cải thiện trong việc quản trị hiệu quả các hệ thống kinh tế và tài chính.

Xem chi tiết [tại đây](#)

Các Tỷ lệ Chiết khấu Tài chính trong Thẩm định Dự án

Các Tỷ lệ Chiết khấu Tài chính trong Thẩm định Dự án

Tóm tắt

Trong thẩm định tài chính một dự án, các báo cáo ngân lưu được lập theo hai quan điểm: Quan điểm Tổng Đầu tư (TI) và Quan điểm Vốn cổ đông. Một trong những vấn đề quan trọng nhất là ước tính các tỷ lệ chiết khấu tài chính đúng cho hai quan điểm này. Khi có thuế, lợi ích của lá chắn thuế nhờ được trừ thuế có thể được loại trừ hoặc đưa vào ngân lưu tự do (FCF) của dự án. Tùy thuộc vào việc lá chắn thuế được đưa vào hoặc loại trừ, công thức tính chi phí trung bình có trọng số của vốn (WACC) sẽ khác nhau. Trong bài viết này, sử dụng một số ý tưởng căn bản của việc tính giá trị trong lĩnh vực tài chính công ty, việc ước tính các tỷ lệ chiết khấu tài chính cho các ngân lưu vĩnh cửu và các ngân lưu một thời kỳ sẽ được minh họa bằng những ví dụ đơn giản bằng số. Tác giả bài viết xin gửi lời cảm ơn đến bà Lê Thị Thanh Loan, ông Nguyễn Thanh Phước, ông Cao Hào Thi và Hoàng Thạch Quân vì những ý kiến đóng góp xây dựng quý báu của họ. Những ý kiến nhận xét này đã đóng góp rất lớn vào việc hoàn thiện nội dung bài viết. Những sai sót còn lại thuộc về trách nhiệm của tác giả.

GIỚI THIỆU

Trong tài liệu hướng dẫn phân tích chi phí – lợi ích của Jenkins và Harberger (Chương 3:12, 1997), có nhận định rằng việc lập các báo cáo ngân lưu tài chính cần phải thực hiện theo hai quan điểm:

1. Quan điểm Tổng Đầu tư (hoặc Ngân hàng) và
2. Quan điểm Chủ sở hữu (hoặc Vốn cổ đông).

Mục đích của Quan điểm Tổng Đầu tư là “xác định sức mạnh mức độ vững mạnh tổng thể của dự án.” Xem Jenkins & Harberger (Chương 3:12, 1997). Tham khảo thêm Bierman & Smidt (trg 405, 1993). Trong thẩm định dự án **thực tế**, tài liệu hướng dẫn đó cho rằng nên phân tích một dự án bằng cách lập các báo cáo ngân lưu theo hai quan điểm bởi vì “điều đó giúp cho nhà phân tích xác định xem các bên liên quan thấy có đáng tài trợ, tham gia hay thực hiện dự án hay không.” Xem Jenkins & Harberger (Chương 3:11, 1997). Để tham khảo một ví dụ gần đây về việc ứng dụng phương pháp này trong thẩm định dự án, xem Jenkins & Lim (1988).

Trên thực tế, không thể thấy rõ tính phù hợp và nhu cầu cần phải phân biệt hai quan điểm này trong quá trình chọn lựa dự án. Tức là, trong hoàn cảnh nào thì ta sẽ chọn sử dụng giá trị hiện tại của báo cáo ngân lưu theo quan điểm tổng đầu tư (CFS-TIP) thay vì giá trị hiện tại của báo cáo ngân lưu theo Quan điểm Vốn cổ đông (CFS-EPV)? Jenkins & Harberger không thảo luận hoặc hướng dẫn gì về việc ước tính các tỉ lệ chiết khấu phù hợp cho hai quan điểm này. Cũng dễ hiểu về chuyện không có phần thảo luận về việc **ước tính** và **tính toán** các tỉ lệ chiết khấu tài chính phù hợp cho hai quan điểm này. Xem Tham (1999). Trong bối cảnh truyền thống của việc thẩm định dự án, tầm quan

trọng tương đối của chi phí cơ hội kinh tế của vốn, so với chi phí tài chính của vốn, luôn luôn cao hơn. Tuy nhiên, trong một số trường hợp, chi phí tài chính của vốn có thể cũng quan trọng không kém, nếu không nói là quan trọng hơn, để đánh giá và bảo đảm tính bền vững tài chính của dự án. Do tài liệu hướng dẫn đó thiếu phần thảo luận như vậy, ta không biết những giả định rõ ràng (hoặc ngầm) về mối quan hệ giữa giá trị hiện tại của CFS-TIP và giá trị hiện tại của CFS-EPV. Ví dụ, trong những **điều kiện** nào thì ta có thể giả định một cách **hợp lý** rằng hai quan điểm này bình đẳng như nhau? Jenkins & Harberger (Chương 3:11, 1997) viết: “Nếu một dự án có khả năng sinh lợi xét theo quan điểm của một ngân hàng hay phòng ngân sách, nhưng lại không có khả năng sinh lợi xét theo quan điểm của chủ sở hữu, dự án đó có thể gặp phải nhiều vấn đề khó khăn trong khi thực

hiện.” Nhận định này cho thấy rằng trên thực tế việc hai giá trị hiện tại không bằng nhau là điều

được dự kiến, và có thể là một khả năng có thể xảy ra thực, chứ không phải là một trường hợp ngoại lệ hiếm hoi. Tuy nhiên, nhận định này làm nảy sinh nhiều câu hỏi. Nếu đúng là hai giá trị hiện tại không bằng nhau, thì điều gì dẫn đến sự không bằng nhau đó? Nhận định trên thậm chí không gợi ý được một nguyên nhân khả dĩ dẫn đến việc hai giá trị hiện tại không bằng nhau. Hai giá trị hiện tại đó có ý nghĩa gì hoặc có thể được lý giải ra sao? Việc lý giải hai quan điểm này đặc biệt khó khăn khi các giá trị hiện tại có dấu trái ngược nhau. Ý nghĩa hay tầm quan trọng thực tiễn của sự khác biệt về hai giá trị hiện tại này đối với việc lựa chọn dự án không được lý giải, mà cũng chẳng dựa vào bất cứ lý thuyết nào về tính giá trị ngân lưu. Nếu đúng là có sự khác biệt về hai giá trị hiện tại, thì

có thể thấy rằng giá trị hiện tại theo quan điểm này là số dương, trong khi giá trị hiện tại theo quan điểm kia là số âm, hoặc ngược lại. Trong lựa chọn dự án, khi nào thì nên chọn giá trị hiện tại này thay vì giá trị hiện tại kia (nếu quả là cần như thế), hay cả hai giá trị hiện tại cần phải là số dương thì dự án mới được chọn? Việc lý giải sự khác biệt giữa hai giá trị hiện tại (kỳ vọng) theo hai quan điểm

càng nghiêm trọng hơn khi thực hiện mô phỏng Monte Carlo với các báo cáo ngân lưu bởi vì phương sai của hai giá trị hiện tại này sẽ khác nhau. Vì thế, biên dạng rủi ro

(risk profile) của ngân lưu xét theo hai quan điểm sẽ khác nhau. Ngay cả với NPV kỳ vọng bằng nhau xét theo hai quan điểm, phương sai của NPV xét theo hai quan điểm cũng khác nhau; việc lý giải các biên dạng rủi ro thậm chí sẽ càng khó khăn hơn nếu giá trị kỳ vọng của NPV xét theo hai quan điểm khác nhau một cách **đáng kể**. Mục đích của bài viết này là ứng dụng một số ý tưởng từ các tài liệu chuyên môn

về tài chính công ty để làm sáng tỏ cách tính toán các tỉ lệ chiết khấu tài chính phù hợp trong việc thẩm định dự án thực tế. Báo cáo Ngân lưu xét theo Quan điểm Tổng Đầu tư (CFS-TIPV) tương đương với ngân lưu tự do (FCF) trong tài chính công ty, mà theo định nghĩa đó là “ngân lưu tự do sau khi đóng thuế dùng để thanh toán cho các chủ nợ và cổ đông.” Xem Copeland & Weston (trg 440, 1988). Tuy nhiên, ta phải cẩn thận và xác định rõ CFS-TIPV (hay tương đương là FCF) có tính đến hay loại trừ giá trị hiện tại của lá chắn thuế (tax shield) có được nhờ trừ phần trả lãi khi dự án sử dụng tài trợ từ vốn vay. Kết quả chuẩn của các mô hình trong tài chính công ty, nếu như ta chấp nhận những giả định chặt chẽ của các mô hình này, sẽ cho thấy rằng giá trị hiện tại xét theo hai quan điểm

nhất thiết phải bằng nhau (khi không có thuế). Ngay từ đầu, cần phải công nhận rằng các giả định chuẩn trong tài chính công ty là rất chặt chẽ, và do vậy có thể đặt câu hỏi một cách hợp lý về tính phù hợp của việc áp dụng những mô hình hoàn hảo như thế vào việc thẩm định dự án thực tế. Có thể nhiều chuyên gia thẩm định sẽ cho rằng việc ứng dụng các nguyên lý của tài chính công ty vào

việc thẩm định dự án như thế là không phù hợp. Những suy nghĩ dè dặt như thế là hoàn toàn chính đáng. Nếu xem xét các giả định cần phải đúng trong thế giới Modigliani & Miller (M & M) và thế giới theo Mô hình Định giá Tài sản Vốn (CAPM), thì nhiều độc giả sẽ tin rằng thậm chí ở các quốc gia đã phát triển, hầu hết, nếu không nói là tất cả, những giả định này bị vi phạm một cách **ngghiêm trọng** trên thực tế. Các vi phạm này đặc biệt nghiêm trọng trong việc thẩm định dự án ở các quốc gia đang phát triển với các thị trường vốn dài hạn hiện nay vẫn còn nhiều khiếm khuyết và sẽ còn khiếm khuyết trong tương lai gần. Nói cách khác, thế giới M & M hay thế giới CAPM là những tình huống lý tưởng và có thể không tương ứng với đời thực theo bất cứ khía cạnh nào có ý nghĩa. Tuy nhiên, những ý tưởng này cực kỳ quan trọng và thích hợp. Các khái niệm và kết luận căn bản từ những mô hình trong tài chính công ty với những ứng dụng cho thẩm định dự án có thể được tóm tắt như sau.

1. Ta cần phân biệt ρ , lợi nhuận của vốn cổ phần trong trường hợp tài trợ không sử dụng vốn vay, và e , lợi nhuận của vốn cổ phần trong trường hợp tài trợ có sử dụng vốn vay.
2. Khi không có thuế, việc tài trợ có sử dụng vốn vay không ảnh hưởng đến giá trị

của doanh nghiệp hay dự án.

3. Ngân lưu xét theo Quan điểm Vốn cổ đông trong trường hợp tài trợ có sử dụng vốn vay (CFS-EPV) rủi ro hơn so với ngân lưu xét theo Quan điểm Vốn cổ đông trong trường hợp tài trợ không sử dụng vốn vay (CFS-AEPV).

4. Khi có thuế, giá trị của doanh nghiệp có dùng vốn vay cao hơn giá trị của doanh nghiệp không dùng vốn vay, và mức cao hơn đó bằng với giá trị hiện tại của lá chắn thuế. Tuy nhiên, nếu phân tích hoàn chỉnh, ta sẽ thấy rằng có thể giả định một cách hợp lý rằng ảnh hưởng tổng thể của thuế gần như bằng không. Xem Benninga (trg 257 & 259, 1997)

5. Có hai cách để lý giải sự gia tăng về giá trị nhờ có lá chắn thuế. Ta có thể giảm Chi phí Trung bình có trọng số của Vốn (WACC) hoặc đưa giá trị hiện tại của lá chắn thuế vào báo cáo ngân lưu. **Xét về việc tính giá trị, cả hai phương pháp đều tương đương như nhau.** Xem dòng 18 và dòng 27 để biết thêm các chi tiết về WACC.

6. Khi có tài trợ dùng vốn vay, lợi nhuận của vốn cổ phần e là một hàm số đồng biến của tỉ số vốn vay / vốn cổ phần, tức là tỉ số vốn vay / vốn cổ phần D/E càng cao, thì lợi nhuận của vốn cổ phần e càng cao. Xem dòng 26. Tôi cho rằng việc ứng dụng những khái niệm này từ lý thuyết tài chính công ty vào việc ước tính các tỉ lệ chiết khấu tài chính trong thẩm định dự án thực tế là rất thích

hợp và có thể tạo ra một cơ sở hữu ích để đánh giá các kết quả rút ra được từ các mô hình khác với những **giả định** rõ ràng sát với đời thực hơn. Sau khi hiểu được các cách tính toán những tỉ lệ chiết khấu tài chính trong cái thế giới hoàn hảo nơi mà các lý thuyết M&M và CAPM đúng, ta có thể bắt đầu bỏ bớt các giả định đó và có những đóng góp nghiêm túc vào việc lựa chọn dự án thực tế trong thế giới không hoàn hảo mà có thể là sát với đặc trưng của những quốc gia đang phát triển hơn là của các quốc gia đã phát triển. Trong phần 1, tôi sẽ giới thiệu sơ lược và thảo luận về hai quan điểm khi không có thuế. Trong phần 2, tôi sẽ giới thiệu tác động của thuế và điềm lại các công thức được

công nhận rộng rãi trong tài chính công ty cho hai trường hợp thái cực: ngân lưu vĩnh cửu của dự án, và các dự án với những ngân lưu một thời kỳ. Xem Miles & Ezzell (trg 720, 1980). Tôi sẽ không rút ra hay bàn về ý nghĩa của những công thức này. Thông thường các công thức đó giả định rằng các ngân lưu có tính vĩnh cửu, và tỉ số vốn vay / vốn cổ phần là hằng số, và các nhà phân tích giả định rằng công thức tính ngân lưu vĩnh cửu là những cách tính xấp xỉ tốt cho các ngân lưu **hữu hạn**.

Trong phần 3, tôi sẽ dùng một ví dụ bằng số đơn giản để minh họa cách ứng dụng các công thức này cho các ngân lưu vĩnh cửu. Trong phần 4, tôi sẽ áp dụng cùng những công thức đó cho một ví dụ một thời kỳ và so sánh các kết quả thu được với các kết quả trong

phần 3. Mặc dù về mặt lý thuyết là không chính xác, trong phần thảo luận sau đây, tôi sẽ dùng các thuật ngữ “doanh nghiệp” và “dự án” có thể hoán đổi cho nhau.

Xem chi tiết [tại đây](#)

Cải cách hệ thống ngân hàng: con đường còn lắm chông gai

CẢI CÁCH HỆ THỐNG NGÂN HÀNG: CON ĐƯỜNG CÒN LẮM CHÔNG GAI

2005 có lẽ là năm sôi động nhất đối với hệ thống ngân hàng Việt Nam. Tin tức về việc cổ phần hoá Vietcombank, các ngân hàng nước ngoài trở thành cổ đông chiến lược của sacombank, ACB... thường xuyên là tin chính trong các chuyên mục kinh tế, thậm chí trên trang chủ của hầu hết các báo trong suốt 365 ngày qua. Tín hiệu này cho thấy, một nền kinh tế thị trường, nền kinh tế có hệ thống tài chính đóng vai trò trung tâm, đang ngày một rõ nét ở Việt Nam. Tuy nhiên, hệ thống tài chính do các ngân hàng đóng vai trò chủ đạo có làm tốt vai trò hệ tuần hoàn cho nền kinh tế hay không là vấn đề sẽ được bàn luận trong bài viết này

Những điểm sáng của hệ thống ngân hàng Việt Nam

Có thể thấy rằng, các ngân hàng Việt Nam ngày càng có vai trò quan trọng đối với nền kinh tế. Bắt đầu thời kỳ đổi mới, vai trò này hầu như chỉ là một con số không tròn trĩnh, đó là chưa kể đến tác động của việc cung tiền quá mức trong những năm 1985 tạo ra hiện tượng siêu lạm phát và sự đổ bể của các hợp tác xã tín dụng trong những năm 1989 đã để lại những hậu quả hết sức nặng nề cho

nền kinh tế và lòng tin của công chúng vào hệ thống ngân hàng giảm sút nghiêm trọng. Nhưng đến thời điểm hiện nay, ngân hàng đã là kênh huy động, cung ứng vốn chính cho nền kinh tế với 30% vốn đầu tư phát triển hàng năm và 40% tổng nhu cầu vốn của các doanh nghiệp được tài trợ bởi tín dụng ngân hàng. Tuy còn thấp hơn so với một số nước khác, nhưng tổng dự nợ tín dụng qua hệ thống ngân hàng vào cuối năm 2005 đã trên 60% GDP, cao hơn mức bình quân chung của các nước có thu

nhập thấp. Không những thế, nếu trong những năm giữa thập niên 1990, phần lớn (hơn 3/4) nguồn

vốn của các ngân hàng đổ vào các doanh nghiệp nhà nước (DNNN), thì đến cuối năm 2005, con số này chỉ còn khoảng 30%. Ngoài ra, các sản phẩm dịch vụ, nhất là dịch vụ ngân hàng bán lẻ, ngày càng đa dạng và phong phú hơn. Sự cạnh tranh giữa các ngân hàng ngày một quyết liệt hơn, các ngân hàng thương mại cổ phần, ngân hàng nước ngoài ngày càng lớn mạnh và đóng vai trò tích cực hơn rất nhiều là những tín hiệu đáng mừng.

Những yếu kém và tồn tại

Trong nghiên cứu về năng lực cạnh tranh của hệ thống ngân hàng Việt Nam vào năm 2005, tiến sỹ Jenny Gordon và các đồng sự nhận xét "Điểm yếu lớn nhất của hệ thống ngân hàng Việt Nam rõ ràng là sự chi phối của các ngân hàng thương mại quốc doanh (NHTMQD). Về mặt truyền thống, trên thế giới, các NHTMQD đã có những người chủ yếu kém, không có khả năng yêu cầu các NHTMQD của mình đạt kết quả kinh doanh bền vững hoặc thực hiện các quy định an toàn tương tự như đặt ra cho các ngân hàng tư nhân.". Bên cạnh đó, khuyến cáo của Ngân hàng Thế giới "Nguy cơ tiềm tàng là 4 Ngân hàng thương mại nhà nước (NHTMNN) có thể - thông qua các lựa chọn chiến lược giống

nhau - sẽ làm suy yếu lẫn nhau qua cạnh tranh căng thẳng nếu cả 4 NHTMNN thành ngân hàng đa năng.". Dường như điều này đang xảy ra trong thực tế. Một ngân hàng được coi là hoạt động có hiệu quả khi suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) tối thiểu phải đạt từ 0,9%-1% và được coi là đủ vốn khi hệ số đủ vốn phải đạt tối thiểu 8%. Thế nhưng, năm 2003, ROA của 4 NHTMNN (chiếm hơn 70% thị phần huy động vốn và tín dụng) chỉ khoảng 0,3%, hệ số CAR vào cuối năm 2004 chưa vượt con số 5%. Nếu trích dự phòng rủi ro đầy thì hai chỉ số này chắc chắn sẽ âm. Không những hoạt động kém hiệu quả, vấn đề chất lượng tín dụng và nợ xấu cũng là điều đáng báo động. Tỷ lệ nợ xấu trong báo cáo thường niên của Ngân Hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) chỉ là 2,85%, nhưng theo đánh giá của những người có uy tín (Giám đốc IMF, WB tại Việt Nam, Vụ trưởng Vụ Chiến lược Phát triển ngân hàng) cũng như các chuyên gia nghiên cứu độc lập thì tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng

Việt Nam phải chiếm từ 15-30% (tuyệt đối từ 45.000-90.000 tỷ đồng) và nó cao hơn vốn điều lệ của các ngân hàng rất nhiều. Hơn nữa, những khoản tín dụng có vấn đề tập trung chủ yếu ở các DNNN, những doanh nghiệp mà trong khoảng một thập niên qua, tổng số tiền trợ cấp của nhà nước tương

đương với số thuế thu nhập mà các doanh nghiệp này đã nộp (khoảng 70.000 tỷ đồng). Hay nói cách khác, với 200.000 tỷ đồng (tương đương 28% GDP 2004) giao cho các DNNN sử dụng, nhà nước không thu được đồng thuế thu nhập nào chứ đừng nói đến thu cổ tức trên cương vị cổ đông chính. Bản chất vấn đề là do ràng buộc ngân sách mềm trong mối quan hệ tam giác giữa Nhà nước - DNNN - NHTMNN cực kỳ khó gỡ này. Ngoài ra, trình độ quản lý yếu kém, trình độ công nghệ lạc hậu, các sản phẩm dịch vụ nghèo nàn, lạc hậu ... là những điều đã được nhắc đến rất nhiều. Ấn đáng những yếu kém, những tồn tại này là Việt Nam chưa có một thể chế, một hệ thống luật lệ mà người ta quen gọi là cơ sở hạ tầng tài chính mềm tốt làm nền tảng vững chắc cho hoạt động của các ngân hàng và vấn đề yếu kém trong công tác quản trị ngân hàng (banking governance). Và những yếu kém, tồn tại của các ngân hàng Việt Nam đã tạo ra tình trạng mong manh và rất dễ bị tổn thương trước những cú sốc hay việc cạnh tranh khốc liệt.

Cải cách - con đường đang ở phía trước

Vào năm 2001, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) cùng với các ngân hàng thương mại, nhất là các NHTMNN đã xây dựng đề án cơ cấu lại với mục tiêu xây dựng một hệ thống ngân hàng mạnh với sức cạnh tranh cao, trong đó các NHTMNN giữ vai trò chủ đạo. Những giải pháp đã tập trung vào ba trụ cột chính là nâng cao sức mạnh tài chính (xử lý nợ, tăng vốn tự có), nâng cao trình độ quản lý và trình độ công nghệ (triển khai dự án hiện đại hoá và dự án hỗ trợ kỹ thuật TA). Qua gần năm năm thực hiện, đã có một số kết quả ban đầu như vốn tự có của các ngân hàng trong nước đã tăng đáng kể (các NHTMNN tăng hơn 3 lần), một phần nợ xấu đã được xử lý. Hệ thống thanh toán đã được chuyển từ phân tán sang tập trung... Những kết quả này, theo ý kiến chủ quan của người viết, mới chỉ là phần nổi của tảng băng, vì hai vấn đề căn bản nhất của một hệ thống ngân hàng mạnh là xây dựng một thể chế tốt tạo ra môi trường hoạt động minh bạch, sân chơi bình đẳng cho các ngân hàng và quản trị ngân hàng vẫn chưa được coi trọng và giải quyết một cách thấu đáo.

Đối với việc hoàn thiện thể chế và luật lệ: Nếu lấy các quy định về hoạt động ngân hàng được ban hành trong khoảng 5 năm trở lại đây như: quy chế cho vay, đảm bảo tiền vay, đảm bảo an toàn trong hoạt động ngân hàng, phân loại nợ ... so sánh với các chuẩn mực quốc tế (Basel chẳng hạn), sẽ thấy rằng, các quy định của Việt Nam tương đối sát với các chuẩn mực này. Tuy nhiên, nếu nhìn vào kết quả triển khai thực hiện lại là điều đáng thất vọng. Sau khi văn bản được ban hành, thay vì tìm cách tuân thủ theo những quy định, những chuẩn mực này, rất nhiều ngân hàng (nhất là các NHTMNN), luôn cảm thấy khó và xin cho mình một ngoại lệ. Kết quả là những văn bản điều chỉnh sau đó đã làm cho tinh thần ban đầu của văn bản gần như bị thay đổi hoàn toàn. Tiêu biểu cho sự thay đổi này là quy định về chuyển nợ quá hạn theo Quy chế cho vay¹⁶²⁷ của NHNN, ban hành từ năm 2001, nhưng mãi vẫn chưa thực hiện được. Hay, gần đây, người ta đã kỳ vọng rất nhiều vào Quy chế phân loại nợ, Quy chế phân loại tài sản có và trích lập dự phòng rủi ro được NHNN ban hành vào đầu năm 2005 sẽ cho ra một kết quả phản ánh đúng thực trạng chất lượng tín dụng. Nhưng, sau khi phân loại nợ theo quy chế này, tỷ lệ nợ xấu lại giảm đi (TBKTVN). Không biết lộ trình thực hiện các quy định về đảm bảo an toàn trong hoạt động của các tổ chức tín dụng được ban hành hồi đầu năm

20 05 (QĐ 457/2005/QĐ-NHNN) có thể thực hiện?

Đối với vấn đề quản trị ngân hàng: Cho đến thời điểm này vẫn chưa (nếu không nói là không) có câu trả lời về việc xử lý mâu thuẫn giữa người sở hữu và người điều hành (principal - agent) nếu vẫn giữ nguyên mô hình sở hữu 100% nhà nước. Quyền hạn của một giám đốc DNNN nói chung, NHTMNN nói riêng là quá lớn, trong khi trách nhiệm rất khó xác định, dẫn đến tình trạng các khoản tín dụng mới liên tục được đưa ra và chẳng ai quan tâm đến nợ xấu là điều dễ hiểu. Giải pháp được đưa ra là cổ phần hoá, kêu gọi các nhà đầu tư chiến lược nước ngoài. Việc có các nhà đầu tư chiến lược là điều hết sức quan trọng. Họ sẽ giúp nâng cao khả năng quản trị, xây dựng chiến lược dài hạn...

Bằng chứng là hệ thống ngân hàng các nước đông Âu đã tốt lên rất nhiều đều nhờ các nhà đầu tư chiến lược. Đây cũng là lý do để các NHTMNN Trung Quốc không ngần ngại bán ngay cổ phần cho những đại gia như Bank of America, HSBC, Royal Bank of Scotland... Tuy nhiên, việc lựa chọn các nhà đầu tư chiến lược cũng có những vấn đề của nó. Hệ thống ngân hàng đông Âu đã trở nên tốt hơn, nhưng lại phụ thuộc và bị chi phối rất nhiều bởi các ngân hàng nước ngoài. Nếu không làm rõ vai trò của người đại diện phần vốn nhà nước thì mâu thuẫn lợi ích sẽ xảy ra và khả năng bị thôn tóm bởi các ngân hàng nước ngoài là rất lớn. Cải cách hệ thống ngân hàng, nhất là các NHTMNN là điều hết sức cần thiết và cấp bách. Lúc này, sẽ không còn thời gian để chần chừ. Những cam kết mở cửa thị trường đang dần thực hiện, các tổ chức tài chính nước ngoài ngày càng tiếp cận sát hơn thị trường Việt Nam, với chiến lược dài hạn và hết sức rõ ràng, họ đang tạo ra những chỗ đứng hết sức

vững chắc điển hình như ANZ, HSBC, Standard Chartered Bank, Citi Bank, Dragon Capital ... Việc giành thắng lợi và chiếm lĩnh thị trường của họ là điều hiển nhiên. Vấn đề đặt ra đối với các ngân hàng trong nước là làm sao đừng để quá thua thiệt trong cuộc cạnh tranh này. Đừng để sau một vài thập kỷ nữa, lúc mà chúng ta cam kết mở cửa thị trường hoàn toàn cũng là lúc mà ở Việt Nam, chỉ là các ngân hàng toàn cầu mà chẳng có một ngân hàng Việt Nam nào.

Huỳnh Thế Du

Thời báo Kinh tế Sài Gòn số 52/2005

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Jenny Gordon và các đồng sự (2005): Nghiên cứu về năng lực cạnh tranh của hệ thống Ngân hàng Việt Nam
2. Jens Kovsted và các đồng sự (2004): Cải cách khu vực tài chính ở Việt Nam giai đoạn 1988-2003
3. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam: Báo cáo thường niên năm 2004
4. Ngân hàng Thế giới (2005): World Development Indicator
5. The Economist tháng (10 năm 2005): The A great big banking gamble

Xem chi tiết [tại đây](#)

Chứng khoán chính phủ

CHỨNG KHOÁN CHÍNH PHỦ

TÍN PHIẾU KHO BẠC

Định nghĩa

Tín phiếu kho bạc là loại giấy nợ do chính phủ phát hành có kỳ hạn dưới một năm để bù đắp thiếu hụt tạm thời của Ngân sách Nhà nước và là một công cụ trong những công cụ quan trọng để Ngân hàng Trung ương điều hành chính sách tiền tệ. (tại Việt Nam, tín phiếu kho bạc do Bộ Tài chính phát hành). Tín phiếu kho bạc thường có kỳ hạn 1 tháng, 3 tháng, 6 tháng hay 9 tháng với một hay nhiều mức mệnh giá. Tín phiếu kho bạc thường được coi là không có rủi ro tín dụng (rủi ro phá sản).

Quá trình phát hành tín phiếu

Tín phiếu kho bạc được phát hành trên thị trường sơ cấp trên cơ sở đấu thầu. Tại Việt Nam, các tổ chức tham gia đấu thầu thường là các tổ chức tín dụng, công ty bảo hiểm thỏa mãn một số quy định trong đó quan trọng nhất là phải có vốn pháp định bằng hoặc cao hơn mức quy định của Ngân hàng Nhà nước (Xem Khung 1). Các phiếu đặt thầu bao gồm thông tin về lãi suất và khối lượng tín phiếu đặt thầu. Việc xác định khối lượng và lãi suất trúng thầu của tín phiếu kho bạc được dựa vào khối lượng và lãi suất đặt thầu của các thành viên, và khối lượng tín phiếu kho bạc chính phủ muốn huy động.¹ Khối lượng tín phiếu kho bạc trúng thầu được tính theo thứ tự tăng lên của lãi suất đặt thầu. Tại mức lãi suất đặt thầu cao nhất, mà khối lượng tín phiếu đặt thầu vượt quá khối lượng dự kiến huy động, thì khối lượng tín phiếu trúng thầu sẽ được phân chia cho mỗi phiếu đặt thầu, tỷ lệ thuận với khối lượng tín phiếu đặt thầu của từng phiếu tại mức lãi suất đó. Lãi suất phát hành tín phiếu là lãi suất trúng thầu cao nhất được áp dụng chung cho tất cả các đối tượng trúng thầu.

Xem chi tiết [tại đây](#)

Đầu tư trực tiếp nước ngoài (fdi) và nền kinh tế hùng mạnh của Ailen

ĐẦU TƯ TRỰC TIẾP NƯỚC NGOÀI (FDI) VÀ NỀN KINH TẾ HÙNG MẠNH CỦA AILEN

“The World’s Best Country (Các quốc gia tốt nhất trên thế giới)”¹

--- The Economist Intelligent Unit, 2005

Vào năm 1987, Ailen là thành viên nghèo nhất của Liên minh châu Âu (EU) và đứng bên bờ vực vỡ nợ. Việc trả lãi nợ vay và nợ gốc chiếm đến 1/3 nguồn thu chính phủ và sự can thiệp của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) dường như chẳng mấy chốc sẽ xảy ra. Tỷ lệ thất nghiệp lên đến 17% và Tổng Sản phẩm Quốc nội (GDP) bình quân đầu người chỉ bằng 69% so với mức trung bình của EU.² Sự di dân xảy ra trên khắp đất nước và vì các sinh viên đại học tốt nghiệp đổ xô chạy ra khỏi đất nước nhằm tìm kiếm việc làm lên đến con số hàng ngàn, những triển vọng của Ailen cũng dường như biến mất đi cùng với họ. Trong hơn một thập niên kế tiếp, Ailen đã trải qua một sự chuyển dịch kinh tế đáng chú ý. Từ năm 1990 đến 2000, tăng trưởng GDP bình quân đạt 6,3% mà trong đó tốc độ tăng trưởng cao nhất - gần 10% - trong giai đoạn từ 1995 đến 2000.³ Cho đến lúc đó, mức GDP bình quân đầu người của Ailen đã vượt mức của Anh và tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống chỉ còn 5%.⁴ Thặng dư ngân sách đã trở thành định chuẩn và tất cả nợ quốc gia đã trả hết và hàng ngàn người di cư nay đã trở về. Mức độ của sự phục hồi này là chưa từng có tiền lệ trong thế giới các nước phát triển và đã giúp cho nền kinh tế Ailen có được một biệt hiệu là Con Hổ Vùng Celtic. Sự hồi sinh này đã tạo ra rất nhiều sự chú ý trên toàn thế giới. Các học giả, ký giả, và chính trị gia đã tìm cách xác định một “viên đạn bạc” - một nguyên nhân cơ bản duy nhất giải thích cho sự bùng nổ này. Một số chuyên gia qui sự tăng trưởng cho các sáng kiến chính sách ví dụ như sự thương lượng tập thể hay những cải cách giáo dục, hoặc các nhân tố ngoại sinh ví dụ như các khoản chuyển nhượng của EU và tỷ giá hối đoái có lợi. Nhưng nhiều người tin rằng câu trả lời nằm ở Đầu tư Trực tiếp Nước ngoài (FDI), mà đã tăng mạnh xuyên suốt thập niên 1980, đạt mức trung bình trên 2,5 tỷ đô la Mỹ mỗi năm trong suốt nửa sau của thập niên này.⁵ (Xem **Bảng 1a** và **Hình 1b** biểu diễn dòng FDI chảy vào Ailen). Cho đến năm 2002, tổng lượng FDI bình quân đầu người tại Ailen cao thứ nhì trên thế giới (chỉ sau Hồng Kông và gấp đôi mức trung bình của EU⁶). Vào tháng Bảy năm 2003, Nhóm Chiến lược Doanh nghiệp (ESG), một cơ quan độc lập gồm các viện sĩ và nhà kinh doanh hàng đầu, được chính phủ Ailen ủy thác để làm báo cáo về tương lai của nền kinh tế nước này.⁷ Báo cáo của cơ quan này kết luận rằng FDI thực sự đóng một vai trò rất quan trọng: Nhưng lúc đó, chi phí gia tăng, nạn thiếu hụt lao động, giá nhà tăng chóng mặt⁹ và đồng euro tăng giá đã xói mòn năng lực cạnh tranh của Ailen và đe dọa sự thành công

được thúc đẩy bởi xuất khẩu của nước này. Có những quan ngại rằng khi các áp lực về thị trường lao động gia tăng, mức lương thực tế sẽ tăng nhanh hơn năng suất, qua đó làm giảm lợi nhuận và sự khuyến khích đối với FDI. Điều dường như cũng có thể xảy ra là rằng các ưu đãi về trợ cấp, mà một số người luận cứ rằng có vai trò cốt yếu trong việc thu hút FDI, sẽ có thể bị cắt giảm đi hay bãi bỏ. Bởi vì nhiều vùng tại Ailen sẽ không còn được xếp loại là vùng “Mục tiêu Một”, Liên minh châu Âu sẵn sàng cắt giảm đáng kể mức viện trợ không hoàn lại và có hoàn lại mà Ailen có thể đề xuất. Thêm nữa, trong khi Ailen đã đồng ý duy trì một mức thuế suất thuế doanh nghiệp thấp cho đến tận năm 2010 thì đã có những tin đồn rằng nước này sẽ không chống đỡ nổi áp lực của EU11 nhằm gia tăng thuế suất. Vì vậy những thực tiễn mới này đã đặt ra các câu hỏi liệu Ailen có thể tiếp tục thu hút đáng kể FDI như đã từng làm được trong quá khứ hay không? Nếu luận điểm của ESG là đúng - sự tăng trưởng chủ yếu là do FDI – thì điều này sẽ làm thay đổi đáng kể các phản ứng chính sách của Ailen và những nỗ lực của các nước khác nhằm mô phỏng Con Hổ Vùng Celtic. Tại sao nước này rất thành công trong việc thu hút FDI? Nhưng liệu FDI có thực sự là động lực chính đằng sau sự bùng nổ này? Điều gì giải thích cho sự tăng trưởng kinh tế? Và, quan trọng nhất là liệu sự bùng nổ này có thể duy trì được lâu?

Xem chi tiết [tại đây](#)

Tác động của Đầu tư Nước ngoài lên Nước chủ nhà: Điểm lại các Bằng chứng Thực nghiệm

Tác động của Đầu tư Nước ngoài lên Nước chủ nhà: Điểm lại các Bằng chứng Thực nghiệm

KHÁI QUÁT

Bài nghiên cứu này điểm lại các bằng chứng thực nghiệm về tác động của đầu tư nước ngoài lên nước chủ nhà. Bài này đặt trọng tâm vào việc chuyển giao và lan tỏa công nghiệp từ các công ty đa quốc gia (MNCs) nước ngoài sang các nước chủ nhà, tác động của các MNCs nước ngoài đối với hoạt động thương mại của nước chủ nhà, và các tác động đối với cạnh tranh và cơ cấu ngành ở các nước chủ nhà. Chúng tôi kết luận rằng MNCs có thể đóng một vai trò quan trọng đối với tăng trưởng năng suất và xuất khẩu ở các nước chủ nhà tiếp nhận đầu tư, nhưng bản chất chính xác của tác động của FDI khác nhau giữa các ngành công nghiệp và giữa các quốc gia, tùy thuộc vào tính chất đặc trưng và môi trường chính sách ở mỗi quốc gia.

Magnus Blomstrum Ari Kokko

Stockholm School of Economics Stockholm School of Economics

PO Box 6501 PO Box 6501

113 83 Stockholm, Sweden 113 83 Stockholm, Sweden

E-mail: gmb@hhs.se E-mail: gak@hhs.se

and

NBER and CEPR

Xem chi tiết [tại đây](#)

Giá trị hiện tại và chi phí cơ hội của vốn

GIÁ TRỊ HIỆN TẠI VÀ CHI PHÍ CƠ HỘI CỦA VỐN

Các công ty đầu tư vào rất nhiều loại tài sản thực. Những tài sản này bao gồm các tài sản hữu hình như nhà xưởng, máy móc và các tài sản vô hình như các hợp đồng quản lý và các bằng sáng chế. Mục tiêu của quyết định đầu tư, hoặc quyết định hoạch định vốn là tìm kiếm các tài sản thực có giá trị lớn hơn chi phí. Trong chương này chúng tôi sẽ giới thiệu ý nghĩa của mục tiêu này trong một quốc gia có các thị trường tài chính mở rộng và hoạt động tốt. Đồng thời chúng tôi cũng giới thiệu những bước đầu tiên và cơ bản nhất để hiểu các tài sản được định giá như thế nào. Như vậy nếu có một thị trường tốt cho một tài sản, giá trị của tài sản đúng bằng giá thị trường. Có vài trường hợp mà việc ước tính giá trị của tài sản không đến nỗi khó lắm. Ví dụ đối với bất động sản, bạn có thể thuê một chuyên gia thẩm định giúp bạn. Giả sử bạn sở hữu một tòa nhà căn hộ. Rất có thể giá trị của tòa nhà do chuyên gia thẩm định ước tính chỉ chênh lệch khoảng vài phần trăm so với giá bán thực sự của tòa nhà.¹ Dù sao đi nữa, thị trường bất động sản hoạt động liên tục, và “vốn liếng” của chuyên gia thẩm định là những kiến thức hiểu biết về các mức giá của các bất động sản tương tự được trao đổi mua bán gần đây. Do vậy vấn đề xác định giá trị bất động sản trở nên đơn giản khi có một thị trường năng động mà ở đó tất cả các loại bất động sản được mua và bán. Với nhiều mục đích khác nhau, ta không cần có một lý thuyết chính quy nào về giá trị. Chúng ta có thể dựa vào diễn biến của thị trường mà xác định giá trị. Tuy nhiên chúng ta cần phải đi sâu hơn thế. Thứ nhất, điều quan trọng là cần phải biết làm thế nào để tính được giá trị của một tài sản trên thị trường năng động. Ngay cả khi bạn có những đánh giá của chuyên gia thẩm định thì vẫn cần phải hiểu *tại sao* giá trị của tòa nhà lại là \$250.000 chẳng hạn, và tại sao không cao hơn hay thấp hơn. Thứ hai, thị trường cho hầu hết các tài sản công ty rất mỏng. Nhìn vào các mục quảng cáo trong *The Wall Street Journal*: bạn rất ít khi thấy người ta rao bán một lò nung thép. Các công ty luôn luôn tìm kiếm những tài sản mà đối với họ chúng có giá trị cao

hơn so với những công ty khác. Tòa nhà căn hộ nói trên có giá trị cao hơn đối với bạn nếu bạn có thể quản lý nó tốt hơn những người khác. Tuy nhiên trong trường hợp này, nếu nhìn vào giá của các tòa nhà tương tự bạn sẽ không biết được giá trị của tòa nhà đó dưới sự quản lý của bạn. Bạn cần phải biết làm sao để xác định giá của tài sản. Nói cách khác, bạn cần một lý thuyết về giá trị.

Chúng tôi bắt đầu xây dựng lý thuyết đó trong chương này. Chúng tôi sẽ đưa ra những vấn đề và những ví dụ đơn giản nhất để làm sáng tỏ những ý tưởng cơ bản. Còn đối với những độc giả có yêu cầu tiếp thu kiến thức cao hơn sẽ cảm thấy thỏa mãn khi đọc những chương sau.

Xem chi tiết [tại đây](#)

Những cạm bẫy của một hệ thống tài chính do nhà nước chi phối : Trường hợp của Trung Quốc

NHỮNG CẠM BÃY CỦA MỘT HỆ THỐNG TÀI CHÍNH DO NHÀ NƯỚC CHI PHỐI: TRƯỜNG HỢP CỦA TRUNG QUỐC

NHỮNG NHƯỢC ĐIỂM CỦA MỘT HỆ THỐNG TÀI CHÍNH DO NHÀ NƯỚC CHI PHỐI: TRƯỜNG HỢP CỦA TRUNG QUỐC

Genevieve Boyreau-Debray, Ngân hàng Thế giới

Shang-Jin Wei, Quỹ Tiền tệ quốc tế, Viện Brookings và CEPR

Tài liệu thảo luận số 4471

Tháng 06-2004

Trung tâm Nghiên cứu chính sách kinh tế (CEPR)

90-98 Goswell Rd, London EC1V 7RR, UK

Điện thoại: (44 20) 7878 2900, Fax: (4420) 7878 2999

Email: cepr@cepr.org, Website: www.cepr.org

Tài liệu thảo luận này được sử dụng dưới sự bảo trợ của chương trình nghiên cứu về thể chế và thành quả kinh tế thuộc Trung tâm Nghiên cứu chính sách kinh tế. Những ý kiến được trình bày ở đây là của riêng các tác giả, chứ không phải của Trung tâm. Công việc nghiên cứu do CEPR phổ biến có thể bao hàm những nhận xét về chính sách, nhưng bản thân Trung tâm không bảo lưu các quan điểm về chính sách thể chế. Trung tâm Nghiên cứu chính sách kinh tế được thành lập năm 1983 như một tổ chức từ thiện giáo dục tư nhân, nhằm thúc đẩy việc phân tích độc lập và thảo luận công cộng về các nền kinh tế mở và mối quan hệ giữa những nền kinh tế này. Trung tâm có tính đa nguyên và không đảng phái, đưa hoạt động nghiên cứu kinh tế vào việc phân tích các vấn đề chính sách trung và dài hạn. Nguồn tài chính tổ chức (chủ yếu) của Trung tâm được cung ứng thông qua những khoản tài trợ chính từ Hội đồng Nghiên cứu kinh tế và xã hội, Trung tâm nguồn lực ESRC thuộc hội đồng này, hoạt động trong phạm vi của CEPR; tổ chức Esmée Fairbairn Charitable Trust; và Ngân hàng Anh. Các tổ chức này không xem xét trước các ấn bản của Trung tâm mà cũng không nhất thiết chứng thực cho những

nhận định trình bày trong đó. Các tài liệu thảo luận của Trung tâm thường trình bày các công trình nghiên cứu sơ bộ hay các nghiên cứu chưa hoàn chỉnh, được lưu hành nhằm khuyến khích mọi người thảo luận và nhận xét. Việc trích dẫn và sử dụng một tài liệu thảo luận như vậy nên xét đến tính chất tạm thời của nó.

TÓM TẮT

Những cạm bẫy của một hệ thống tài chính do nhà nước chi phối: Trường hợp của Trung Quốc*

Bài viết này xem xét những cạm bẫy của một hệ thống tài chính do nhà nước chi phối trong bối cảnh của Trung Quốc. Những cạm bẫy này bao gồm tình trạng manh mún của thị trường vốn trong nước do sự can thiệp của chính quyền địa phương và sự phân bổ sai nguồn vốn. Trước tiên, chúng tôi triển khai hai công cụ tiêu chuẩn từ tư liệu nghiên cứu tài chính quốc tế để phân tích sự hội nhập tài chính giữa các tỉnh thành Trung Quốc. Cả hai phép kiểm định đều xác nhận một bức tranh tương tự như nhau (và có phần khá ngạc nhiên): sự lưu chuyển vốn trong phạm vi Trung Quốc thật thấp! Ngoài ra, so với thời kỳ trước đó, mức độ hội nhập tài chính trong thập niên 90 ở trong nước xem ra đã giảm chứ không tăng. Thứ hai, chúng tôi cung cấp bằng chứng để chứng minh rằng chính phủ có xu hướng tái phân bổ nguồn vốn từ những vùng sản xuất hiệu quả sang những vùng sản xuất kém hiệu quả hơn. Theo ý nghĩa này, một vai trò nhỏ bé hơn của chính phủ trong lĩnh vực tài chính xem ra có thể làm tăng hiệu quả kinh tế và tỷ lệ tăng trưởng kinh tế.

Phân loại JEL: F30 và G10

Những từ khóa: nền kinh tế Trung Quốc, Feldstein-Horioka, hội nhập tài chính, thị trường vốn nội địa, và chia sẻ rủi ro.

Genevieve Boyreau-Debray

Ngân hàng Thế giới

1818 H Street, N.W.

Washington DC 20433

USA

Email: gboyreaudebray@worldbank.org

Shang-Jin Wei

Phòng Nghiên cứu, Room 10-700

Quỹ Tiền tệ quốc tế

700 19th Street, NW

Washington DC 20431

USA

Tel: (1 202) 623 5980

Fax: (1 202) 623 7271

Email: swei@imf.org

* Các tác giả xin cảm ơn Ray Brooks, Chun Chang, Martin Feldstein, Nick Lardy, Huayong Ge, Albert Keidel, Eswar Prasad, Gang Yi, và những người tham dự tại một cuộc hội thảo của Quỹ Tiền tệ quốc tế, cuộc họp khai mạc nhóm công tác về nền kinh tế Trung Quốc của Văn phòng Nghiên cứu kinh tế quốc gia (NBER), và một hội nghị ở trường đại học Hồng Kông, đã có những nhận xét bổ ích, và xin cảm ơn Heather Milkiewicz đã hỗ trợ công việc nghiên cứu. Những quan điểm trình bày ở đây là của riêng các tác giả, và không tiêu biểu cho các quan điểm của Ngân hàng Thế giới, Quỹ Tiền tệ quốc tế hay những chính sách riêng của các tổ chức này.

Đệ trình ngày 15-5-2004

Xem chi tiết [tại đây](#)

Tham gia đóng góp

Tài liệu: Phân tích tài chính – chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright

Biên tập bởi: Ful bright

URL: <http://voer.edu.vn/c/5ad71c9e>

Giấy phép: <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>

Module: Tổng quan về phân tích tài chính

Các tác giả: Nguyễn Minh Kiều

URL: <http://www.voer.edu.vn/m/dabdc8a>

Giấy phép: <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>

Module: Thời giá tiền tệ và mô hình chiết khấu dòng tiền

Các tác giả: Nguyễn Minh Kiều

URL: <http://www.voer.edu.vn/m/db9b659a>

Giấy phép: <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>

Module: Định giá trái phiếu

Các tác giả: Ful bright

URL: <http://www.voer.edu.vn/m/0dd72f18>

Giấy phép: <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>

Module: Định giá cổ phiếu

Các tác giả: Nguyễn Minh Kiều

URL: <http://www.voer.edu.vn/m/0181c94c>

Giấy phép: <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>

Module: Lợi nhuận và rủi ro

Các tác giả: Nguyễn Minh Kiều

URL: <http://www.voer.edu.vn/m/ea464637>

Giấy phép: <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>

Module: Mô hình định giá tài sản vốn (capm)

Các tác giả: Nguyễn Minh Kiều

URL: <http://www.voer.edu.vn/m/9be680c1>

Giấy phép: <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>

Module: Kinh tế học về chi phí giao dịch

Các tác giả: Oliver E. Williamsion

URL: <http://www.voer.edu.vn/m/50f81c9a>

Giấy phép: <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>

Module: Thị trường, định chế và chi phí giao dịch

Các tác giả: P.K. Rao

URL: <http://www.voer.edu.vn/m/758cc4be>

Giấy phép: <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>

Module: Tài chính, tăng trưởng và phát triển kinh tế

Các tác giả: P.K. Rao

URL: <http://www.voer.edu.vn/m/ddea0db7>

Giấy phép: <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>

Module: Các Tỷ lệ Chiết khấu Tài chính trong Thẩm định Dự án

Các tác giả: Joseph Tham

URL: <http://www.voer.edu.vn/m/4cda76e5>

Giấy phép: <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>

Module: Cải cách hệ thống ngân hàng: con đường còn lắm chông gai

Các tác giả: Huỳnh Thế Du

URL: <http://www.voer.edu.vn/m/8342a6b9>

Giấy phép: <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>

Module: Chứng khoán chính phủ

Các tác giả: Nguyễn Xuân Thành

URL: <http://www.voer.edu.vn/m/1ed1080f>

Giấy phép: <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>

Module: Đầu tư trực tiếp nước ngoài (fdi) và nền kinh tế hùng mạnh của Ailen

Các tác giả: Laura Alfaro

URL: <http://www.voer.edu.vn/m/d9c32dbe>

Giấy phép: <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>

Module: Tác động của Đầu tư Nước ngoài lên Nước chủ nhà: Điềm lại các Bằng chứng Thực nghiệm

Các tác giả: Ful bright

URL: <http://www.voer.edu.vn/m/6a86386d>

Giấy phép: <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>

Module: Giá trị hiện tại và chi phí cơ hội của vốn

Các tác giả: brealey, myers

URL: <http://www.voer.edu.vn/m/7f953beb>

Giấy phép: <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>

Module: Những cạm bẫy của một hệ thống tài chính do nhà nước chi phối : Trường hợp của Trung Quốc

Các tác giả: debray, sjwei

URL: <http://www.voer.edu.vn/m/92107c9b>

Giấy phép: <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>

Chương trình Thư viện Học liệu Mở Việt Nam

Chương trình Thư viện Học liệu Mở Việt Nam (Vietnam Open Educational Resources – VOER) được hỗ trợ bởi Quỹ Việt Nam. Mục tiêu của chương trình là xây dựng kho Tài nguyên giáo dục Mở miễn phí của người Việt và cho người Việt, có nội dung phong phú. Các nội dung đều tuân thủ Giấy phép Creative Commons Attribution (CC-by) 4.0 do đó các nội dung đều có thể được sử dụng, tái sử dụng và truy nhập miễn phí trước hết trong môi trường giảng dạy, học tập và nghiên cứu sau đó cho toàn xã hội.

Với sự hỗ trợ của Quỹ Việt Nam, Thư viện Học liệu Mở Việt Nam (VOER) đã trở thành một cổng thông tin chính cho các sinh viên và giảng viên trong và ngoài Việt Nam. Mỗi ngày có hàng chục nghìn lượt truy cập VOER (www.voer.edu.vn) để nghiên cứu, học tập và tải tài liệu giảng dạy về. Với hàng chục nghìn module kiến thức từ hàng nghìn tác giả khác nhau đóng góp, Thư Viện Học liệu Mở Việt Nam là một kho tàng tài liệu khổng lồ, nội dung phong phú phục vụ cho tất cả các nhu cầu học tập, nghiên cứu của độc giả.

Nguồn tài liệu mở phong phú có trên VOER có được là do sự chia sẻ tự nguyện của các tác giả trong và ngoài nước. Quá trình chia sẻ tài liệu trên VOER trở lên dễ dàng như đếm 1, 2, 3 nhờ vào sức mạnh của nền tảng Hanoi Spring.

Hanoi Spring là một nền tảng công nghệ tiên tiến được thiết kế cho phép công chúng dễ dàng chia sẻ tài liệu giảng dạy, học tập cũng như chủ động phát triển chương trình giảng dạy dựa trên khái niệm về học liệu mở (OCW) và tài nguyên giáo dục mở (OER). Khái niệm chia sẻ tri thức có tính cách mạng đã được khởi xướng và phát triển tiên phong bởi Đại học MIT và Đại học Rice Hoa Kỳ trong vòng một thập kỷ qua. Kể từ đó, phong trào Tài nguyên Giáo dục Mở đã phát triển nhanh chóng, được UNESCO hỗ trợ và được chấp nhận như một chương trình chính thức ở nhiều nước trên thế giới.