

**KỶ YẾU**  
**HỘI THẢO KHOA HỌC**

**ĐỊNH HÌNH LẠI**  
**HỆ THỐNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU**  
**VÀ CHIẾN LƯỢC CỦA VIỆT NAM**

**27 tháng 04 năm 2021**

*-- nhiều tác giả --*





**TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH**

**KỶ YẾU HỘI THẢO KHOA HỌC QUỐC GIA**

**ĐỊNH HÌNH LẠI HỆ THỐNG  
TÀI CHÍNH TOÀN CẦU VÀ  
CHIẾN LƯỢC CỦA VIỆT NAM**



**NHÀ XUẤT BẢN THÔNG TIN VÀ TRUYỀN THÔNG**

**2021**

# HỘI ĐỒNG BIÊN TẬP

## **Ban chỉ đạo**

GS.TS. Nguyễn Đông Phong

GS.TS. Sử Đình Thành

PGS.TS. Phan Thị Bích Nguyệt

GS.TS. Nguyễn Trọng Hoài

TS. Bùi Quang Hùng

## **Ban chuyên môn**

GS.TS. Trần Ngọc Thơ

TS. Đinh Thị Thu Hồng

PGS.TS. Nguyễn Khắc Quốc Bảo

TS. Lê Đạt Chí

PGS.TS. Trần Thị Hải Lý

TS. Vũ Việt Quảng

TS. Nguyễn Thị Uyên Uyên

PGS.TS. Phùng Đức Nam

PGS.TS. Lê Thị Phương Vy

TS. Từ Thị Kim Thoa

ThS. Quách Doanh Nghiệp

## **Thư ký ban chuyên môn**

ThS. Lê Thị Hồng Minh

ThS. Hồ Thu Hoài

ThS. Tô Công Nguyên Bảo

ThS. Nguyễn Văn Thiện Tâm

# LỜI MỞ ĐẦU

Những thay đổi trong môi trường tài chính quốc tế gần đây, chẳng hạn như các chính sách kinh tế mà chính phủ Mỹ sử dụng nhằm nỗ lực vực dậy nền kinh tế đang suy giảm trong đại dịch Covid-19; tham vọng vươn ra toàn cầu và quốc tế hóa đồng Nhân dân tệ của Trung Quốc; những thay đổi trong xu hướng chuyển dịch của dòng vốn quốc tế và chuỗi cung ứng toàn cầu; hay khả năng tái định vị các trung tâm tài chính quốc tế được cho là sẽ có ảnh hưởng đáng kể đến nền kinh tế toàn cầu trong những năm tới.

Bên cạnh đó, trí tuệ nhân tạo, công nghệ Blockchain... đang đưa đến những thay đổi lớn chưa từng có trong lịch sử tài chính tiền tệ. Sự phát triển các đồng tiền kỹ thuật số của Ngân hàng Trung ương ở nhiều quốc gia và các tổ chức phi chính phủ (ví dụ Trung Quốc đang đẩy nhanh quá trình ra mắt đồng tiền số Nhân dân tệ - DCEP; Facebook đang có kế hoạch tung ra đồng tiền số Diem), cùng với những biểu hiện về sự suy yếu của hệ thống tiền tệ toàn cầu hiện nay, có thể đe dọa sự chi phối của đồng đô la Mỹ trong các giao dịch tài chính, thương mại, đầu tư, và dự trữ quốc tế. Những thay đổi như thế có thể tạo ra các cơ hội lẫn thách thức rất lớn đối với Việt Nam.

Trước bối cảnh đó, Trường Đại học Kinh tế TP. HCM và Báo Sài Gòn Giải Phóng phối hợp tổ chức hội thảo ***“Định hình lại hệ thống tài chính toàn cầu và chiến lược của Việt Nam”*** nhằm tạo diễn đàn để các nhà khoa học, chuyên gia, doanh nghiệp, và các tổ chức cùng thảo luận về những chuyển động nói trên tác động như thế nào đến hệ thống tài chính toàn cầu, và Việt Nam cần có những chiến lược nào để thích ứng với những thay đổi đó. Việc nhận diện các cơ hội và rủi ro từ sự định hình lại hệ thống tài chính toàn cầu sẽ giúp các nhà hoạch định chính sách, nhà đầu tư và doanh nghiệp có những chiến lược thích hợp.

Ban tổ chức đã nhận được nhiều bài tham luận từ các học giả, nhà nghiên cứu, các nhà hoạch định chính sách, giảng viên và nghiên cứu sinh. Các bài viết được Ban tổ chức chuyển tới các nhà khoa học để cho ý kiến phản biện, trong đó gần 70 bài tham luận có đóng góp về lý luận cũng như thực tiễn cho các chủ đề trọng tâm của hội thảo và được chọn đăng trong Kỷ yếu này.

Kỷ yếu được kết cấu bảy phần. Trong Phần 1, các bài tham luận tập trung vào những nội dung liên quan đến chủ đề ***Định hình lại hệ thống tài chính-tiền tệ toàn cầu***, ở đó cấu trúc của hệ thống tiền tệ, xu hướng chủ đạo của hệ thống tài chính-tiền tệ toàn cầu, vị thế

của đồng đô la Mỹ, và hệ thống thanh toán toàn cầu đã được phân tích và thảo luận. Phần này cũng bao gồm các bài viết luận bàn về các loại tiền kỹ thuật số cùng với những thách thức của chúng đối với hệ thống tiền tệ và chính sách của các ngân hàng trung ương hiện nay. Phần thứ hai của Kỷ yếu trình bày các tham luận xoay quanh chủ đề *Trung tâm tài chính quốc tế*. Các bài tham luận đã làm nổi bật những đặc trưng của trung tâm tài chính quốc tế và đưa ra những gợi ý bài học kinh nghiệm cho việc xây dựng các trung tâm tài chính quốc tế. Phần thứ ba của Kỷ yếu là các bài tham luận về *Chính sách vĩ mô và thị trường tài chính*, đặc biệt là trong giai đoạn Covid-19. Các bài viết về chuyển dịch chuỗi cung ứng toàn cầu và xu hướng dòng vốn đầu tư, thương mại được trình bày trong Phần thứ tư với chủ đề *Dòng vốn đầu tư và thương mại quốc tế*. Các bài tham luận có nội dung về *Ổn định kinh tế vĩ mô và phát triển bền vững*; *Công nghệ tài chính* được trình bày trong hai Phần tiếp theo. Ngoài ra, các bài tham luận bằng Tiếng Anh về *Hệ sinh thái trí tuệ nhân tạo, mô hình kinh doanh và luật lệ* được trình bày trong Phần cuối của Kỷ yếu.

Với hàm lượng nội dung này, Ban tổ chức kỳ vọng Kỷ yếu hội thảo sẽ là một tài liệu có ý nghĩa cho các nhà nghiên cứu, nhà quản lý, doanh nghiệp và những ai quan tâm đến những thay đổi lớn đã và đang xảy ra trong hệ thống tài chính hiện nay. Ban tổ chức hội thảo chân thành cảm ơn sự đóng góp quý báu của các tác giả cho nội dung của cuốn Kỷ yếu này.

**TRẦN TRỌNG**

**BAN TỔ CHỨC HỘI THẢO**

# MỤC LỤC

## PHẦN 1. ĐỊNH HÌNH LẠI HỆ THỐNG TÀI CHÍNH - TIỀN TỆ TOÀN CẦU

1.	Xu hướng chủ đạo của hệ thống tài chính toàn cầu và giải pháp chiến lược đối với Việt Nam	1
	<i>Cán Văn Lực &amp; các cộng sự</i>	
2.	Các xu hướng và thách thức toàn cầu hậu Covid-19	19
	<i>Nguyễn Khắc Quốc Bảo, Phan Thị Bích Nguyệt, Bùi Quang Hùng, Phạm Dương Phương Thảo</i>	
3.	Cấu trúc của hệ thống tiền tệ toàn cầu	33
	<i>Lê Đạt Chí, Trần Thị Hải Lý, Đinh Thị Thu Hồng</i>	
4.	Vị thế đồng USD và những nỗ lực tái định hình hệ thống tài chính toàn cầu	57
	<i>Nguyễn Ngọc Định, Nguyễn Thị Diễm Kiều</i>	
5.	MMT thách thức hệ thống tiền tệ toàn cầu	72
	<i>Phan Thị Bích Nguyệt, Lê Đạt Chí, Phùng Thị Lan Nhi</i>	
6.	Định hình hệ thống thanh toán toàn cầu và vai trò của Stablecoin	86
	<i>Sử Đình Thành, Đinh Thị Thu Hồng</i>	
7.	Tiền kỹ thuật số ngân hàng trung ương và những thách thức trong chính sách tiền tệ	108
	<i>Nguyễn Hoàng Thụy Bích Trâm, Trần Thị Thùy Linh</i>	
8.	Đồng tiền số của ngân hàng trung ương và chính sách tiền tệ quốc gia	117
	<i>Nguyễn Thanh Phúc, Hoàng Minh Trí</i>	
9.	Tiền mật mã: Cơ hội và thách thức đối với việc đổi mới hệ thống tiền tệ truyền thống	135
	<i>Trương Trung Tài, Nguyễn Triều Đông</i>	
10.	Tác động của đồng tiền kỹ thuật số đến tỷ giá hối đoái	148
	<i>Nguyễn Hoàng Nam</i>	

## PHẦN 2. TRUNG TÂM TÀI CHÍNH QUỐC TẾ

11.	Vấn đề đặc khu kinh tế và trung tâm tài chính quốc tế Việt Nam	163
	<i>Trần Ngọc Thơ</i>	
12.	Mẫu hình đặc khu kinh tế và thiết kế chiến lược phát triển kinh tế với sự hỗ trợ của các đặc khu kinh tế	176
	<i>Nguyễn Hoàng Thụy Bích Trâm, Trần Thị Thùy Linh</i>	

13.	Kinh nghiệm xây dựng trung tâm tài chính khu vực góc nhìn từ hệ thống ngân hàng	185
	<i>Hoàng Thị Phương Thảo, Trần Thị Ngọc Mai</i>	
14.	Kinh nghiệm thế giới về xây dựng trung tâm tài chính - Bài học từ Singapore và Thượng Hải	194
	<i>Lê Thị Hồng Minh, Huỳnh Thị Cẩm Hà, Lương Thị Thảo, Hoàng Thị Phương Anh</i>	
15.	Cơ hội và thách thức trong việc xây dựng trung tâm tài chính TP.HCM: Bài học kinh nghiệm rút ra từ trung tâm tài chính Singapore và Hồng Kông	214
	<i>Mai Thị Phương Thảo</i>	
16.	Tội phạm tài chính và vấn đề nâng cao khả năng ứng phó của Việt Nam trong chiến lược xây dựng và phát triển thị trường tài chính	228
	<i>Thomas Hung Tran</i>	
<b>PHẦN 3. CHÍNH SÁCH VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH</b>		
17.	Một số vấn đề về an ninh kinh tế Việt Nam trước các xu thế biến động toàn cầu và quá trình chuyển đổi số	243
	<i>Nguyễn Đông Phong, Tô Công Nguyên Bảo, Nguyễn Khắc Quốc Bảo</i>	
18.	Thao túng tiền tệ: Ngoại giao trừng phạt và lợi ích chiến lược	265
	<i>Hồ Quốc Tuấn, Nguyễn Thị Ngọc Trang, Trần Ngọc Thơ</i>	
19.	Phân tích sự tác động của dịch bệnh truyền nhiễm đến hoạt động kinh tế - khía cạnh hành vi con người	273
	<i>Nguyễn Chí Đức</i>	
20.	Mối quan hệ động của đại dịch Covid-19 đến thị trường tài chính Việt Nam và thế giới	287
	<i>Nguyễn Thị Liên Hoa, Lê Vũ</i>	
21.	Tác động của đại dịch Covid-19 đến sự biến động của thị trường chứng khoán Việt Nam	306
	<i>Võ Hoàng Oanh, Lê Thị Lanh, Lê Phan Thị Diệu Thảo</i>	
22.	Tác động của đại dịch Covid-19 lên thị trường chứng khoán của 10 quốc gia có số ca nhiễm Covid-19 cao nhất thế giới	320
	<i>Nguyễn Sỹ Thắng, Lê Thị Phương Vy, Nguyễn Thị Ngọc Ánh</i>	
23.	Tính thanh khoản của các doanh nghiệp trong thời kỳ Covid-19	339
	<i>Phùng Đức Nam, Vũ Thị Kim Dung</i>	



24.	Vai trò điều tiết của văn hoá quốc gia trong phản ứng của thị trường chứng khoán trước đại dịch Covid-19: Bằng chứng thực nghiệm tại các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển	357
	<i>Phùng Đức Nam, Nguyễn Thị Diễm Kiều</i>	
25.	Đại dịch Covid-19 và những bất định trong dự báo lạm phát	369
	<i>Nguyễn Trí Minh</i>	
26.	Một số gợi ý đối với chính sách tài khóa của Việt Nam từ Covid-19	379
	<i>Phạm Quốc Việt</i>	
<b>PHẦN 4. DÒNG VỐN ĐẦU TƯ VÀ THƯƠNG MẠI QUỐC TẾ</b>		
27.	Chuyển dịch các chuỗi cung ứng toàn cầu và cơ hội cho Việt Nam	389
	<i>Đoàn Thị Hồng Vân</i>	
28.	Tái cấu trúc chuỗi cung ứng toàn cầu: Chiến lược nào cho thương mại Việt Nam?	401
	<i>Tô Công Nguyên Bảo, Nguyễn Khắc Quốc Bảo, Nguyễn Thị Uyên Uyên, Hồ Thu Hoài</i>	
29.	Nâng cao hiệu quả thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài	425
	<i>Võ Thanh Thu</i>	
30.	Dòng vốn quốc tế: Những xu hướng mới	436
	<i>Võ Đình Trí</i>	
31.	Những nhân tố ảnh hưởng đến sự tháo chạy dòng vốn - Nghiên cứu thực nghiệm tại các quốc gia Đông Nam Á	446
	<i>Lê Thị Hồng Minh</i>	
32.	Xu hướng dịch chuyển nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài: Cơ hội và thách thức cho Việt Nam	460
	<i>Nguyễn Thị Hồng Nhâm, Phạm Dương Phương Thảo</i>	
33.	Xu hướng dịch chuyển dòng vốn quốc tế	470
	<i>Nguyễn Văn Thiện Tâm, Nguyễn Tiến Hùng</i>	
34.	Thay đổi lớn trong dòng vốn đầu tư quốc tế và thách thức mới về thu hút vốn đầu tư dựa vào giá lao động rẻ của Việt Nam	485
	<i>Nguyễn Hữu Lộc</i>	
35.	Ngang giá lãi suất có phòng ngừa ở Việt Nam trong bối cảnh khủng hoảng do Covid-19	497
	<i>Nguyễn Thị Hồng Nhâm, Trần Minh Hiếu</i>	

36. Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài trên địa bàn tỉnh Vĩnh Phúc trước tác động của đại dịch Covid-19 510

*Ngô Thái Hà, Nguyễn Đức Khiêm*

## **PHẦN 5. ỔN ĐỊNH KINH TẾ VĨ MÔ VÀ PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG**

37. Ổn định thị trường tài chính quốc gia phục vụ phát triển kinh tế - xã hội giai đoạn 2016-2020, kiến nghị cho thời kỳ 2021-2030: góc nhìn từ phát hành trái phiếu chính phủ ra thị trường vốn quốc tế 523

*Nguyễn Đức Kiên, Chu Khánh Lâm, Đào Minh Thắng*

38. Đảm bảo ổn định tài chính quốc gia trong bối cảnh mới của nền kinh tế Việt Nam 533

*Hoàng Xuân Hòa, Nguyễn Văn Đại, Trịnh Chi Mai, Phạm Thái Hà Anh*

39. Điều gì giúp Việt Nam tiếp tục thành công? 553

*Trần Ngọc Châu*

40. Chính sách phát triển thị trường trái phiếu xanh ở Việt Nam hướng tới tăng trưởng xanh và bền vững 564

*Đỗ Thị Thu Thủy, Trịnh Mai Vân*

41. Tác động của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế với bộ chỉ số phát triển tài chính tổng hợp mới 578

*Nguyễn Khắc Quốc Bảo, Huỳnh Thị Thúy Vy, Phạm Dương Phương Thảo*

42. Kích thích kinh tế và lạm phát hậu Covid 592

*Quách Doanh Nghiệp, Nguyễn Văn Thiện Tâm*

43. Hiểu đúng về sự đánh đổi lạm phát - thất nghiệp từ đường cong Phillips 603

*Nguyễn Trí Minh*

44. Định vị hệ thống tài chính xanh trong nền kinh tế xanh - Kinh nghiệm quốc tế và khuyến nghị cho Việt Nam 613

*Trần Thị Thanh Tú, Lê Hồng Hạnh, Nguyễn Thị Minh Huệ,*

*Nguyễn Thị Hồng Thủy*

45. Đầu tư vốn và tăng trưởng kinh tế: Tiếp cận từ góc nhìn blockchain như công nghệ thể chế và niềm tin 629

*Dương Kha, Trần Hoài Nam*

46. Đặc điểm tài chính và quyết định đầu tư của doanh nghiệp: Vai trò của chính sách tiền tệ 645

*Bùi Duy Khoa, Võ Quốc Toàn, Vũ Xuân Lộc, Đỗ Ngọc Quỳnh Anh,*

*Nguyễn Văn Huy*

47.	Chính sách tiền tệ, nắm giữ tiền mặt, năng lực cạnh tranh và đầu tư doanh nghiệp tại Việt Nam	669
	<i>Lương Thị Thảo, Lê Văn Tám</i>	
48.	Tác động đầu tư vốn trí tuệ ảnh hưởng đến thành quả của các ngân hàng thương mại Việt Nam	689
	<i>Trần Thị Thuỳ Linh, Nguyễn Hoàng Thuỳ Bích Trâm, Nguyễn Vũ Trình</i>	
49.	Chính sách vĩ mô đối với ngành ô tô Việt Nam trước các cam kết hội nhập kinh tế	710
	<i>Lê Thị Lanh, Phan Hồng Hải, Nguyễn Thành Công</i>	
50.	Tác động của điều kiện tài chính và phát triển tài chính đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp	730
	<i>Huỳnh Kim Hồng, Lê Thị Phương Vy</i>	
51.	Chính sách thuế đối với loại hình kinh doanh trực tuyến	748
	<i>Lê Văn, Trần Anh Tùng, Nguyễn Khánh Minh</i>	
52.	Ảnh hưởng của dòng vốn quốc tế đến cấu trúc vốn doanh nghiệp: Bằng chứng thực nghiệm từ Việt Nam	758
	<i>Hoàng Minh Trí, Nguyễn Thanh Phúc</i>	
53.	Ứng dụng mô hình Camels đánh giá hiệu quả hoạt động hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam giai đoạn 2010-2020	785
	<i>Ngô Thanh Xuân, Trần Thị Mai Lan, Đặng Thị Thùy Dương, Nguyễn Thị Bảo Ngọc</i>	
<b>PHẦN 6. FINTECH</b>		
54.	Tài chính hành vi, tiến bộ công nghệ, truyền thông mạng xã hội và cuộc cách mạng đang diễn ra trên thị trường tài chính quốc tế: Bài học cho Việt Nam	802
	<i>Vũ Việt Quảng</i>	
55.	Lợi nhuận và rủi ro của Bitcoin, Vàng, Dollar: Bằng chứng thực nghiệm từ mô hình EGARCH	814
	<i>Đinh Thị Thu Hồng, Trần Ngọc Thơ, Nguyễn Hữu Tuấn</i>	
56.	Giá trị hợp lý của Bitcoin - Mô hình chi phí khai thác: Hỗ trợ phân tích cơ bản	841
	<i>Phạm Thu Hương, Lê Tuấn Định, Lê Đạt Chí</i>	
57.	Bitcoin - Sản phẩm thay thế hay bổ trợ đầu tư? Trường hợp các thị trường Việt Nam, Trung Quốc, Ấn Độ và Nhật Bản	856
	<i>Trần Thị Hải Lý, Hồ Hoàng Gia Bảo</i>	

58.	Hiện trạng về tiền điện tử pháp định trên thế giới và đề xuất chính sách cho Việt Nam	880
	<i>Nguyễn Đức Việt</i>	
59.	Trí tuệ nhân tạo và lĩnh vực tài chính: Cơ hội và thách thức	879
	<i>Lê Hà Diễm Chi</i>	
60.	Lựa chọn hướng đi phù hợp cho hoạt động cho vay ngang hàng tại Việt Nam	900
	<i>Phan Chung Thủy, Trần Phương Thảo, Lê Văn Lâm</i>	
61.	Chuyển đổi số - Cơ hội và thách thức của các ngân hàng thương mại Việt Nam	915
	<i>Nguyễn Quốc Anh, Tăng Mỹ Sang</i>	
62.	Tài chính phi tập trung sẽ thay thế dần hoạt động của ngân hàng truyền thống?	933
	<i>Nguyễn Thành Đông</i>	
63.	Bảo vệ người cho vay trong hoạt động gọi vốn cộng đồng dưới hình thức cho vay ngang hàng	944
	<i>Nguyễn Ngọc Trâm Anh</i>	
64.	Cơ chế thử nghiệm có kiểm soát “Sandbox” - Khả năng sử dụng trong việc xây dựng khuôn khổ pháp lý cho lĩnh vực Fintech	959
	<i>Bùi Duy Hưng, Dương Kim Thế Nguyên</i>	
<b>PHẦN 7. AI ECOSYSTEM, FINANCIAL STABILITY, AND REGULATIONS</b>		
65.	A network analysis of return connectedness in the financial stability: Insights about disease and economic policy uncertainties	975
	<i>Phan Thi Bich Nguyet, Huynh Ngoc Quang Anh, Huynh Luu Duc Toan</i>	
66.	Property law reform: Data, e-money and the fate of Fintech	994
	<i>Huynh Thien Tu</i>	
67.	Artificial intelligence: A proposed “AI ecosystem” for Vietnam	1015
	<i>Vu Quang Trinh, Ngan Thi Luong, Hang T. T. Nguyen, Mi Tran, Kiet Tuan Duong</i>	
68.	Restructure business model: The impact of Covid-19	1025
	<i>Le Nguyen, Vu Quang Lam</i>	
69.	Artificial intelligence and collusive behaviors: How algorithms may affect collusion in the market?	1037
	<i>Mai Nguyen Dung</i>	

# KỶ YẾU HỘI THẢO KHOA HỌC QUỐC GIA

ĐỊNH HÌNH LẠI HỆ THỐNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU  
VÀ CHIẾN LƯỢC CỦA VIỆT NAM

## PHẦN 1

ĐỊNH HÌNH LẠI HỆ THỐNG  
TÀI CHÍNH - TIỀN TỆ TOÀN CẦU

1.

# XU HƯỚNG CHỦ ĐẠO CỦA HỆ THỐNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU VÀ GIẢI PHÁP CHIẾN LƯỢC ĐỐI VỚI VIỆT NAM

Cần Văn Lực & các cộng sự\*

## **Tóm tắt**

Kinh tế và thị trường tài chính toàn cầu đã trải qua “cú sốc bất lợi nhất trong vòng một thế kỷ” do ảnh hưởng của đại dịch Covid-19, song cũng đang chuyển mình mạnh mẽ trong kỷ nguyên số. Theo đó, hệ thống tài chính toàn cầu giai đoạn 2021-2025 đang chứng kiến nhiều xu hướng chủ đạo, đặt ra nhiều cơ hội đan xen không ít nguy cơ, thách thức do những biến động phức tạp và khó lường của dịch Covid-19, sự vận động không ngừng của thị trường và sự xuất hiện của những yếu tố mới. Cùng với những thành công trong kiểm soát dịch bệnh và phục hồi, phát triển kinh tế - xã hội từ đầu năm 2020 đến nay, hệ thống tài chính Việt Nam đã đạt được những thành quả đáng ghi nhận, góp phần huy động, phân bổ và cung ứng nguồn tài lực cho nền kinh tế. Bài viết sẽ tập trung thảo luận về những xu hướng chủ đạo đó, cũng như nhận diện những cơ hội, thách thức đối với hệ thống tài chính toàn cầu và Việt Nam; từ đó kiến nghị một số giải pháp chiến lược nhằm giúp Việt Nam tận dụng được cơ hội, vượt qua thách thức, tăng khả năng chống chịu với các cú sốc và phát triển bền vững.

**Từ khóa:** Xu hướng tài chính toàn cầu, tài chính số, tài chính xanh, trung tâm tài chính quốc tế, tài chính Việt Nam.

---

\*Viện Đào tạo và Nghiên cứu BIDV

## 1. Xu hướng chủ đạo của hệ thống tài chính toàn cầu giai đoạn 2021-2030

Dưới tác động của chuyển đổi số, xúc tác của dịch bệnh và quá trình hội nhập quốc tế cùng sự thay đổi của xu hướng tiêu dùng dịch vụ tài chính theo hướng “xanh” hơn, **có thể quan sát thấy 6 xu hướng chủ đạo của hệ thống tài chính toàn cầu** trong giai đoạn tới.

### (1) Xu hướng thứ nhất: chuyển đổi số mạnh mẽ

Sự phát triển của CMCN 4.0 cùng với xu hướng chuyển đổi số đã và đang thay đổi mọi mặt hoạt động của lĩnh vực dịch vụ tài chính. Các nền tảng công nghệ hiện đại, đột phá như điện toán đám mây (Cloud Computing), dữ liệu lớn (Big Data), trí tuệ nhân tạo (Artificial Intelligence - AI), chuỗi khối (Blockchain), Internet vạn vật (IoT), tự động hóa quy trình bằng robot (Robotic Process Automation - RPA)... ngày càng được ứng dụng rộng rãi, góp phần đa dạng hóa các hoạt động và kênh phân phối, hiện đại hóa sản phẩm, dịch vụ tài chính; gia tăng am hiểu nhu cầu, hành vi khách hàng; tăng năng suất, chất lượng hoạt động của hệ thống tài chính. Cùng với đó, các ứng dụng sinh trắc học, công nghệ thực tế - ảo góp phần nâng cao hiệu quả xác thực, tương tác khách hàng... Các mô hình và phương thức kinh doanh mới (ví điện tử, cho vay ngang hàng, huy động vốn cộng đồng, tiền kỹ thuật số...) đang phát triển nhanh, tạo nên sự cạnh tranh và thách thức với mô hình, hệ thống tài chính truyền thống. Sự phát triển của công nghệ cũng là nền tảng tạo nên sự phát triển mạnh của các “Trung tâm công nghệ tài chính” (**Fintech centers**) trên toàn cầu, trong đó có các trung tâm tài chính hàng đầu khu vực Châu Á như Singapore, Hongkong, Dubai... đang rất chú trọng phát triển thị trường fintech này. Thay đổi về môi trường như **dịch bệnh có xúc tác mạnh mẽ** tiến trình chuyển đổi số, gồm cả dịch vụ tài chính (Bảng 1).

**Bảng 1: Ứng dụng công nghệ mới trong lĩnh vực tài chính toàn cầu**

Công nghệ	Dịch vụ thanh toán	Dịch vụ tư vấn & đại lý	Đầu tư & tự doanh	Cho vay và tài trợ	Bảo hiểm	Chứng khoán	Tác nghiệp	Giao dịch	An ninh mạng
Chuỗi khối (Blockchain)	X	X	X	X	X	X	X	X	
Dữ liệu lớn (Big Data)		X	X	X	X	X	X	X	X
Internet vạn vật (IoTs)					X			X	
Điện toán đám mây (Cloud computing)				X			X		X
Trí tuệ nhân tạo (Artificial intelligence)		X	X	X	X	X		X	X
Công nghệ sinh học (Biometric technology)	X			X	X	X			X
Công nghệ tăng cường/Thực tế ảo (Augmented/Virtual reality)		X	X					X	

Nguồn: OECD và quan sát của tác giả.

*Trên góc độ quản lý - giám sát*, phương thức quản lý “truyền thống” đơn thuần sẽ dần được thay thế bởi các phương thức quản lý “hiện đại và đa dạng” phù hợp với “nền kinh tế số và hệ thống tài chính số”. Thực tế, các ngân hàng trung ương (NHTW) trên thế giới đang nỗ lực tìm kiếm phương thức quản lý phù hợp với những bước phát triển mới của công nghệ và sự đa dạng của các loại hình, chủ thể tài chính, đặc biệt là Fintech và các công ty công nghệ tham gia lĩnh vực tài chính/thanh toán (Bigtech). Ngân hàng Thanh toán quốc tế (Bank for International Settlements - BIS) và một số NHTW đã thống nhất thành lập “*Trung tâm đổi mới ứng phó các xu hướng công nghệ*”, dự kiến sẽ đặt trụ sở tại Basel (Thụy Sĩ), Hồng Kông và Singapore, nhằm ứng phó kịp thời với các xu hướng công nghệ mới, tăng cường sự ổn định của hệ thống tài chính toàn cầu. Như vậy, xu hướng công nghệ quản lý, tiết chế (**Regtech**) đang hình thành.

Chuyển đổi số cũng đang diễn ra mạnh mẽ trong lĩnh vực bảo hiểm (**Insurtech**), kinh doanh bất động sản (Proptech), giáo dục - đào tạo nói chung (**Edutech**) và giáo dục tài chính (**Finedu**) nói riêng. Xu hướng này mang lại không ít **ơ hội** (giảm chi phí, tăng trải nghiệm khách hàng, đa dạng hóa SP-DV, thị trường, tăng năng suất lao động, tăng chất lượng và tốc độ dịch vụ...), nhưng cũng đặt ra nhiều **thách thức** (an ninh mạng, an toàn thông tin - dữ liệu, bảo mật riêng tư, tội phạm tài chính như rửa tiền, tài trợ khủng bố, đánh bạc, giao dịch xuyên biên giới tăng, đầu tư CNTT, xây dựng nhân sự số, thay đổi văn hóa kinh doanh, tiêu dùng...).

Cùng với đó, Deloitte (2020) dự báo **8 xu hướng sẽ xuất hiện trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ tài chính đến năm 2025**; đó là: (i) hình thành nhà máy tài chính (do giao dịch được tự động hóa), (ii) vai trò của tài chính thay đổi (SP-DV, tổ chức – nhân sự, văn hóa kinh doanh, quy trình thay đổi...), (iii) chu kỳ tài chính nhanh và phức tạp hơn (do giao dịch diễn ra nhanh, tự động, trực tuyến...), (iv) Hình thức tự phục vụ (self-service) trở nên phổ biến; (v) Mô hình hoạt động thay đổi, (vi) Kế hoạch hóa nguồn lực DN bị thay đổi; (vii) vai trò của dữ liệu thông minh tăng, và (viii) Phương thức và nơi làm việc thay đổi.

## **(2) Xu hướng thứ hai: phát triển tiền kỹ thuật số**

Tiền kỹ thuật số (KTS) do NHTW phát hành (CBDC), được hiểu là tiền **KTS chính thống**, có vai trò như tiền truyền thống, nhưng ở dạng số, được phát hành và quản lý bởi NHTW. CBDC đang trong quá trình phát triển và triển khai thử nghiệm. Đầu tháng 1/2020, BIS đã công bố kết quả khảo sát năm 2019 với 66 NHTW (21 NHTW ở các nước phát triển và 45 NHTW từ các nước mới nổi, chiếm 75% dân số thế giới và 90% GDP toàn cầu) cho thấy 70% cho biết không có ý định phát hành CBDC trong tương lai gần và 30% trả lời rằng đã tích cực chủ động chuẩn bị kế hoạch phát hành; trong đó 10% đang phát triển các dự án thí điểm. Theo đó, BIS ước tính khoảng 20% dân số thế giới có thể tiếp cận CBDC trong vòng 3 năm tới.



*Xét trên góc độ toàn cầu*, quá trình phát hành đồng CBDC có sự khác biệt lớn giữa nhóm nước phát triển và nhóm nước mới nổi và có thể chia thành 3 nhóm: (i) Nhóm tiên phong (gồm Trung Quốc, Thụy Điển, Uruguay, Barbados, Bahamas...); (ii) Nhóm ủng hộ tích cực và đang nghiên cứu phát hành (như Ấn Độ, Thổ Nhĩ Kỳ, Thụy Sĩ, Pháp, Arab Xê út và Các tiểu vương quốc Ả rập, Campuchia, Ecuador, Đông Caribe, Canada, Thái Lan, Singapore...); và (iii) Nhóm thận trọng xem xét bởi lo ngại những tác động tiêu cực, rủi ro do CBDC mang lại đối với sự ổn định tài chính, cấu trúc ngân hàng, sự gia nhập của các tổ chức phi ngân hàng trong hệ thống tài chính và truyền tải chính sách tiền tệ gồm có Mỹ, Đức, Anh, Nga...

Như vậy, việc phát triển CBDC là xu thế, chắc chắn sẽ xảy ra và đang ngày càng được nhiều quốc gia quan tâm thực hiện. Tuy nhiên, cũng còn những hạn chế nhất định về mặt công nghệ, pháp lý... để chính thức vận hành tại mỗi quốc gia cũng như xuyên biên giới.

Ngoài ra, **tiền KTS không chính thống** do một nhóm người phát hành cũng đang phát triển nhanh. Tính đến hết ngày 15/4/2021, trên thế giới ghi nhận sự xuất hiện của **4.684 loại tiền KTS** khác nhau với tổng giá trị vốn hóa gần 2.200 tỷ USD; trong đó, giá trị vốn hóa của 10 đồng tiền KTS phổ biến nhất đạt gần 1.930 tỷ USD (chiếm gần 90% toàn thị trường) và riêng Bitcoin chiếm đến 55% tổng giá trị vốn hóa toàn thị trường.

Trong bối cảnh bất định, tiền KTS nói chung và Bitcoin nói riêng đang chứng kiến biến động giá lớn nhất trong lịch sử. Với đồng Bitcoin, từ thời điểm hình thành vào năm 2009 đến nay, đã có 3 đợt biến động giá mạnh vào năm 2013, 2017 và mạnh nhất là từ đầu năm 2020 đến nay. Giá Bitcoin đã tăng đến 170% trong năm 2020 dù bị giảm tới 2/3 giá trị vào tháng 3/2020 do ảnh hưởng của sự bùng phát dịch Covid-19. Trong gần 3,5 tháng đầu năm 2021, giá Bitcoin tăng thêm 37%. Đầu năm 2021, Ngân hàng JPMorgan dự báo đồng Bitcoin có thể đạt mức giá "lý thuyết" trong dài hạn 146.000USD, khi nó bắt đầu cạnh tranh với vàng; còn theo chuyên gia phân tích của Citibank, giá Bitcoin có thể lên đến 318.000USD vào cuối năm 2021 (tương tự sự gia tăng của giá vàng trong thập niên 1970). Ở mức thận trọng hơn, các chuyên gia (của Công ty Quản lý tài sản số - Morgan Creek và Quỹ SkyBridge Capital của Mỹ) cùng dự báo giá Bitcoin có thể đạt 100.000USD cuối năm 2021.

*Rõ ràng sức hút của đầu cơ tiền KTS (như Bitcoin) là lớn, nhưng cũng nhiều rủi ro (như rủi ro chưa được công nhận chính thống, rủi ro pháp lý, rủi ro kỹ thuật và mất tiền, rủi ro phục vụ các hoạt động phi pháp. Điều này đòi hỏi mỗi quốc gia cần có cách tiếp cận phù hợp và hợp tác quốc tế trong công nhận (nếu có), quản lý, giám sát các loại tiền KTS này.*

### (3) Xu hướng thứ ba: thay đổi chính sách tiền tệ và tài khóa

Đại dịch Covid-19 bùng phát đã khiến kinh tế thế giới lâm vào cuộc khủng hoảng kép về y tế và kinh tế. Trong năm 2020, bên cạnh nỗ lực ngăn chặn dịch bệnh, Chính phủ và NHTW các nước đã đưa ra nhiều chính sách, gói hỗ trợ chưa có tiền lệ để hỗ trợ người dân, doanh nghiệp và khôi phục nền kinh tế. Theo đó, **chính sách tiền tệ - tín dụng chủ yếu gồm 6 giải pháp chính:** (i) giảm lãi suất điều hành và giữ lãi suất thấp; (ii) hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc, hỗ trợ thanh khoản thị trường; (iii) cho các NHTM vay tái cấp vốn để có thể cho doanh nghiệp vay với lãi suất ưu đãi hơn; (iv) cho phép giãn, hoãn nợ, giữ nguyên nhóm nợ; (v) tăng cường các biện pháp ổn định tỷ giá và thanh khoản của hệ thống tài chính; và (vi) tiếp tục các gói nới lỏng định lượng (QE) nhằm mua tài sản xấu hoặc trái phiếu dài hạn do các tổ chức tài chính phát hành. Chính sách tiền tệ tại mỗi quốc gia được nới lỏng ở mức độ khác nhau, tùy thuộc vào thể chế và mức độ thiệt hại do dịch gây ra. Tuy nhiên, dư địa của chính sách tiền tệ dần bị thu hẹp vì lãi suất đã ở mức rất thấp và thường chỉ mang tính thời điểm, khẩn cấp; do đó, các nước tập trung nhiều hơn vào chính sách tài khóa. **Chính sách tài khóa chủ yếu gồm 6 giải pháp chính:** (i) đầu tư nghiên cứu, sản xuất vaccine và thiết bị y tế; (ii) trợ cấp người lao động phải tạm nghỉ việc hoặc thất nghiệp; (iii) chia tiền mặt cho người dân thu nhập trung bình và thấp; (iv) cho vay lãi suất thấp hoặc bảo lãnh tín dụng đối với DNNVV và DN kiệt quệ tài chính, khó khăn thanh khoản; (v) giãn, hoãn, giảm thuế thu nhập DN và thuế thu nhập cá nhân; (vi) kích cầu tiêu dùng, du lịch và hỗ trợ xuất khẩu thông qua phiếu mua hàng, giảm giá du lịch và tăng cường bảo hiểm xuất khẩu. Các gói hỗ trợ tài khóa có quy mô khác nhau, tùy thuộc vào thể chế, khả năng ngân sách và mức độ thiệt hại do dịch gây ra.

Theo thông kê của IMF (tháng 1/2021), tính đến hết năm 2020, thế giới đã cam kết chi khoảng **14.360 tỷ USD**, tương đương **13,5% GDP năm 2020**, trong đó khoảng **8.322 tỷ USD (7,4% GDP, chiếm 59,3% tổng các gói hỗ trợ)** là các biện pháp tài khóa, còn lại **6.041 tỷ USD (6,1% GDP, chiếm 40,7%)** là các biện pháp tiền tệ (không kể các gói QE). Riêng Mỹ đã có 3 gói hỗ trợ với tổng giá trị khoảng **5.400 tỷ USD**, tương đương **25,5% GDP năm 2020**.

**Bảng 2: Quy mô các gói hỗ trợ của các nước năm 2020**

Nhóm nước	Các gói tài khóa		Các gói tiền tệ	
	Tỷ USD	% GDP	Tỷ USD	% GDP
Các nước phát triển	6.982	8,3	6.194	8,2
Các nước mới nổi	1.304	3,8	169	3,5
Các nước thu nhập thấp	36	3,2	6.8	1
<b>Toàn thế giới</b>	<b>8.322</b>	<b>7,4</b>	<b>6.041</b>	<b>6,1</b>

Nguồn: IMF (tháng 1/2021); Viện ĐT & NC BIDV tổng hợp.

Tuy nhiên, hiện nay chưa có số liệu chính thức đánh giá về kết quả giải ngân cũng như hiệu quả của các chính sách này trên phạm vi toàn cầu. Các gói hỗ trợ khổng lồ (cao hơn 3-4 lần các gói kích thích giai đoạn 2008-2009) cùng với lãi suất giảm về mức thấp đã khiến “tiền rẻ” chảy mạnh vào các kênh đầu tư như chứng khoán, vàng, tiền kỹ thuật số, bất động sản... Kể từ đầu năm 2020 đến hết quý 1/2021, chỉ số Dow Jones (Mỹ) đã tăng gần 17%, chỉ số MSCI châu Á tăng 22%, giá bất động sản tăng bình quân trên 40 thị trường khoảng 8% (theo GlobalPropertyGuide) trong bối cảnh các nền kinh tế vẫn bị tác động nặng nề bởi dịch bệnh đã làm gia tăng nguy cơ về rủi ro bong bóng tài sản toàn cầu.

Với tình hình dịch bệnh diễn biến phức tạp, khả năng phục hồi kinh tế có nhiều triển vọng nhưng còn mong manh; đa số quốc gia dự định tiếp tục chính sách tiền tệ và tài khóa nới lỏng (ít nhất đến giữa hoặc cuối năm 2022 như Fed là một thí dụ).

#### ***(4) Xu hướng thứ tư: Tái cấu trúc, lành mạnh hóa và chuẩn hóa theo thông lệ***

“Tái cấu trúc” là cụm từ được nhắc đến nhiều nhất trong những kế hoạch khôi phục nền kinh tế và thị trường tài chính toàn cầu trong và sau dịch Covid-19. Các chiến lược tái cơ cấu tập trung vào cắt giảm nhân sự, chi phí vận hành; sáp nhập các bộ phận, điều chuyển các vị trí nhân sự; cơ cấu lại mạng lưới hoạt động (kể cả việc giảm chi nhánh vật lý); đầu tư mạnh vào công nghệ số; hợp tác, mua lại một số sản phẩm, dịch vụ của Fintech, hợp tác với Bigtech tạo lập hệ sinh thái... Hoạt động M&A trong lĩnh vực tài chính - ngân hàng đã tăng mạnh từ nửa cuối năm 2020 và dự báo tiếp tục sôi động về số thương vụ và giá trị trong giai đoạn 2021-2022. Tiếp nối các thương vụ sáp nhập ngân hàng huyền thoại của thế giới trong giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009, thị trường có thể sẽ chứng kiến các thương vụ M&A lớn trong lĩnh vực tài chính - ngân hàng như: UBS và Credit Suisse (Thụy Sĩ); Caixa Bank và Bankia (Tây Ban Nha); Citic Securities và CSC Financial (Trung Quốc), làn sóng M&A của các tổ chức tài chính Nhật Bản tại khu vực Đông Nam Á<sup>1</sup>... Với thị trường vốn, tái cấu trúc, hiện đại hóa hoạt động là yêu cầu quan trọng nhằm khắc phục các sự cố rủi ro kỹ thuật (nghẽn lệnh, tạm ngừng giao dịch, đóng cửa...) trên toàn cầu khi nhiều thị trường chứng khoán (TTCK) xác lập mốc lịch sử.

Cơ quan quản lý, giám sát tài chính ở nhiều quốc gia yêu cầu các định chế tài chính (ĐCTC) tăng cường hỗ trợ doanh nghiệp song đa số không hạ chuẩn tín dụng, kiểm soát rủi ro, tăng bộ đệm an toàn vốn, áp dụng nhiều hơn các chuẩn mực quản lý rủi ro theo Basel III (nhất là quản lý rủi ro thanh khoản, rủi ro đòn bẩy tài chính và kinh doanh phái sinh...).

---

<sup>1</sup> Chiến lược M&A của Nhật Bản được hỗ trợ bởi nguồn tiền dồi dào tích lũy trong 20 năm (lên tới hơn 2.345 tỷ USD, tồn tại ở hình thức tiền gửi ngân hàng với lãi suất 0%), Việt Nam thuộc danh sách Top 5 điểm đến M&A của Nhật Bản (năm 2020).

**(5) Xu hướng thứ năm: phát triển tài chính xanh, ngân hàng xanh**

Trước những tác động nặng nề của dịch bệnh, ô nhiễm môi trường và biến đổi khí hậu, nhận thức và hành vi của nhân loại toàn cầu (đặc biệt thế hệ Y, Z) ngày càng chuyển biến mạnh mẽ theo hướng gắn với bảo vệ sức khỏe, môi trường, tiết kiệm và dự phòng, xu hướng ưu tiên phát triển kinh tế xanh, năng lượng sạch<sup>2</sup>. Theo Refinitiv, xu hướng tìm kiếm về tam giác phát triển bền vững (ESG-môi trường, xã hội và quản trị) qua Google giai đoạn 2017-2020 đã tăng gấp 10 lần giai đoạn 2011-2015, cho thấy mức độ quan tâm ngày càng lớn đến xanh hóa nền kinh tế và thị trường tài chính. ESG cũng là một trong các tiêu chí bổ sung của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm quốc tế như Moody's và Fitch. Chiến lược “xanh hóa” tài chính sẽ bao trùm toàn bộ các bộ phận cấu thành của hệ thống tài chính: trung gian tài chính xanh, thị trường tài chính xanh (bao gồm thị trường carbon, thị trường trái phiếu và cổ phiếu xanh, và chỉ số chứng khoán xanh), công cụ huy động vốn xanh và đầu tư xanh. Xu hướng đầu tư bền vững (qua các quỹ ESG) đang trở thành xu hướng chủ đạo trên toàn cầu (bên cạnh các tiêu chí truyền thống như tăng trưởng lợi nhuận, năng lực tài chính). Theo JPMorgan, tổng tài sản có cách tiếp cận đầu tư bền vững trên toàn cầu ước đạt 45.000 tỷ USD, gấp 45 lần tổng tài sản của các quỹ ESG. Theo Morningstar, tổng vốn đầu tư của các quỹ ESG đạt 350 tỷ USD năm 2020, gấp 2 lần năm 2019, giá trị tài sản của các quỹ ESG đạt ngưỡng kỷ lục hơn 1.000 tỷ USD vào 30/06/2020 nhờ tập trung vào các lĩnh vực “kinh tế xanh” như: năng lượng tái tạo, dịch vụ môi trường, nước, bất động sản xanh, giao thông xanh; thực phẩm, ứng phó với biến đổi khí hậu, năng lượng hiệu quả; khoảng 60% quỹ ESG mang lại lợi nhuận cao hơn so với các quỹ đầu tư thông thường.

**Bảng 2: Quy mô tài sản và dòng tiền của các quỹ ESG toàn cầu**

Khu vực	Dòng tiền Q2-2020		Tài sản		Số lượng quỹ	
	tỷ USD	%	tỷ USD	%	#	%
<b>Châu Âu</b>	61.4	86.4%	870.3	82.0%	2,703	78.8%
<b>Hoa Kỳ</b>	10.4	14.6%	158.9	15.0%	315	9.2%
<b>Nhật Bản</b>	0	0.0%	4.8	0.5%	116	3.4%
<b>Australia/New Zealand</b>	0.1	0.1%	12.6	1.2%	108	3.1%
<b>Canada</b>	0.1	0.1%	6.5	0.6%	91	2.7%
<b>Châu Á trừ Nhật Bản</b>	-0.9	-1.3%	8.5	0.8%	99	2.9%
<b>Tổng</b>	71.1	100.0%	1,061.6	100.0%	3,432	100.0%

Nguồn: Morning star (tháng 6/2020).

<sup>2</sup> Theo Báo cáo “Việt Nam thế hệ kế tiếp” do Hội đồng Anh phát hành vào tháng 8/2020, thế hệ kế tiếp lựa chọn 3 ưu tiên hàng đầu là: an toàn thực phẩm, tiếp cận nguồn nước sạch, và tiếp cận đào tạo cấp độ cao hơn.

### **(6) Xu hướng thứ sáu: hội nhập quốc tế ngày càng sâu rộng**

Cùng với sự phát triển của các Hiệp định thương mại tự do (FTAs) thế hệ mới và các trung tâm Fintech, cơ hội hợp tác, phát triển thương mại và đầu tư quốc tế, tài chính quốc tế ngày càng rộng mở, đặc biệt với các nền kinh tế đang phát triển năng động. Trên góc độ quản lý, sự hợp tác trong quản lý, chia sẻ dữ liệu, thông tin giữa các NHTW, các cơ quan quản lý tiền tệ quốc tế sẽ góp phần đổi mới nguyên tắc và phương thức quản lý theo hướng tập trung quản lý quá trình cung ứng dịch vụ tài chính, không chú trọng vào tổ chức hay công nghệ; chuyển từ quản lý dựa trên nguyên tắc chung sang quản lý dựa trên cơ sở đánh giá rủi ro (risk-based) theo thông lệ quốc tế. Đồng thời, hội nhập quốc tế sẽ góp phần tăng cường bảo mật thông tin và an ninh mạng, bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư và đảm bảo ổn định hệ thống tài chính. Theo đó, các quy định về thanh tra, giám sát, xử phạt vi phạm hành chính; phòng chống tội phạm công nghệ cao cần thường trực hơn, có sự hợp tác trên phạm vi khu vực và quốc tế và với quy mô, phạm vi rộng lớn hơn để thích ứng với sự phát triển nhanh, liên tục, đa chiều, xuyên biên giới của công nghệ tài chính, tiền KTS<sup>3</sup> cũng như sự tinh vi, phức tạp của tội phạm công nghệ cao và tội phạm tài chính.

## **2. Rủi ro, thách thức hệ thống tài chính toàn cầu**

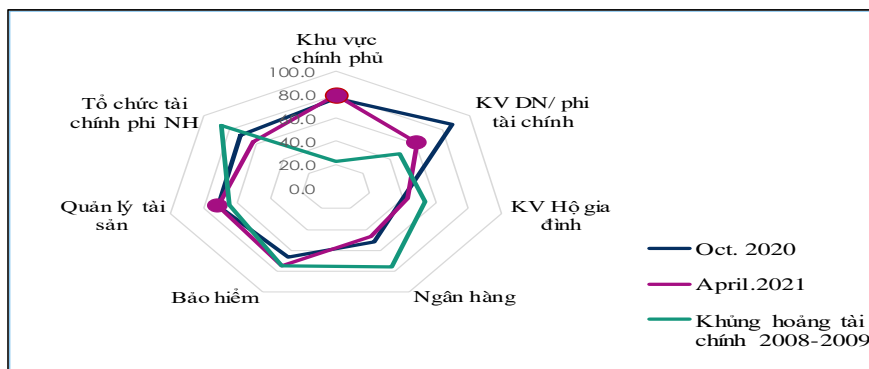
Xu hướng phát triển tài chính toàn cầu và kỳ vọng phục hồi, tăng trưởng của nền kinh tế và doanh nghiệp là nền tảng tạo nên sự khởi sắc của thị trường tài chính toàn cầu năm 2020-2021 và trung hạn. Tuy nhiên, hệ thống tài chính toàn cầu đã, đang và sẽ chịu tác động không nhỏ bởi diễn biến phức tạp khó lường của dịch Covid-19, vấn đề sản xuất và phân phối vaccine chưa đồng đều; sự phục hồi chưa bền vững của nền kinh tế và nguy cơ rủi ro nội tại của TTTC. Theo đó, **có thể quan sát thấy 4 rủi ro, thách thức chính đối với hệ thống tài chính toàn cầu** trong thời gian tới.

**Một là, nguy cơ bất ổn tài chính toàn cầu đang hiện hữu:** mặc dù nguy cơ bong bóng tài chính, bong bóng chứng khoán toàn cầu khó xảy ra, song không thể loại trừ nguy cơ sụt giảm, đảo chiều mạnh trước khi thực sự hồi phục bền vững. Thực tế, **các dấu hiệu rủi ro chính** đối với hệ thống tài chính toàn cầu mặc dù đã được nhận diện và cảnh báo song vẫn luôn tiềm ẩn nguy cơ gia tăng, bùng phát thậm chí kéo dài 2-3 năm tới (giai đoạn 2021-2023, đáng lo ngại là dạng nguy cơ “Tê giác xám”)<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> Theo BCG Digital Ventures và IOSCO 2017, có hơn 10.000 công ty Fintech trên toàn cầu, hoạt động ở nhiều lĩnh vực khác nhau.

<sup>4</sup> Báo cáo “Rủi ro bất ổn tài chính toàn cầu và Việt Nam – Nhận diện và giải pháp” – Viện Đào tạo và Nghiên cứu BIDV, tháng 10/2020, trong đó, tê giác xám là thuật ngữ miêu tả rủi ro mà nền kinh tế một quốc gia đã nhận thấy song thường bị lơ là.

**Hình 1: Khu vực chính phủ, hộ gia đình, bảo hiểm và quản lý tài sản rủi ro tăng nhẹ**



Nguồn: IMF, Viện Đào tạo và nghiên cứu (tháng 4/2021).

**Bảng 4: Mức độ rủi ro tài chính toàn cầu theo khu vực, quốc gia**  
(so sánh tại thời điểm tháng 10/2020 và tháng 4/2021)

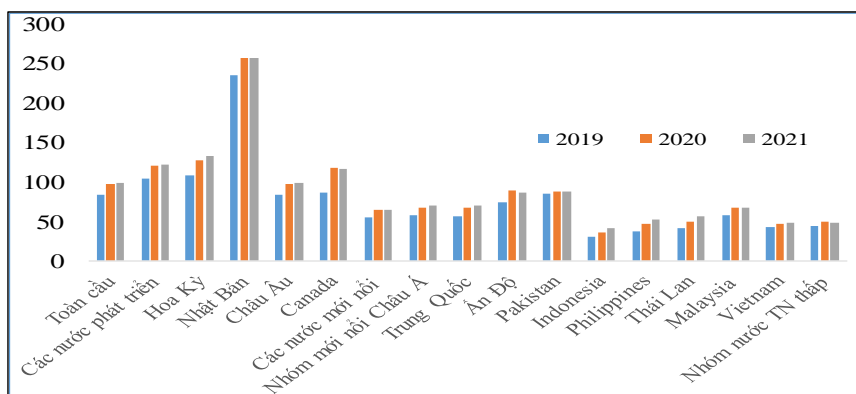
Cấp độ rủi ro	Cấp độ 5 Rủi ro cao		Cấp độ 5: Rủi ro trung bình		Cấp độ 4: Rủi ro trung bình		Cấp độ 2: Rủi ro thấp		Cấp độ 1: Rủi ro rất thấp					
	Oct.2020	April.2021	Oct.2020	April.2021	Oct.2020	April.2021	Oct.2020	April.2021	Oct.2020	April.2021				
Các khu vực tài chính	Khu vực chính phủ		KV DN/phi tài chính		Khu vực hộ gia đình		Ngân hàng		Bảo hiểm		Quản lý tài sản		Tổ chức tài chính phi ngân hàng	
<b>Nhóm các nước phát triển</b>														
Hoa Kỳ														
Châu Âu														
Các nước phát triển khác														
<b>Nhóm các nước mới nổi</b>														
Trung Quốc														
Các nước mới nổi khác														

Nguồn: IMF - GFSR (tháng 4/2021), Viện ĐT & NC BIDV thể hiện.

**Ba dấu hiệu rủi ro bất ổn chính về khía cạnh nợ nần bao gồm:** Thứ nhất, “Bom nợ” vẫn là nguy cơ lớn nhất, cả nợ chính phủ và nợ doanh nghiệp. Mặc dù áp lực nợ công và thâm hụt tài khóa không lớn như năm 2020 song vẫn còn ở mức cao, đặc biệt tại các nước phát triển khiến gánh nặng nợ toàn cầu tiếp tục tăng lên tới **365-370%GDP** năm 2021; tỷ lệ vỡ nợ trái phiếu doanh nghiệp Trung Quốc dự báo sẽ tăng 10-30% giai đoạn 2021-2022. Dòng vốn đầu tư gián tiếp (FII) dù đã ổn định hơn từ cuối năm 2020 song vẫn có nguy cơ sụt giảm trong giai đoạn 2021-2022. Theo dự báo IMF (tháng 4/2021), nếu tiến trình cung ứng vaccine xấu hơn so với kịch bản cơ sở, dòng vốn FII sẽ giảm khoảng 25% so với năm 2020 (ở mức -110 tỷ USD toàn cầu và mức sụt giảm lớn hơn là ở các quốc gia thu nhập thấp, thâm hụt vãng lai lớn, nợ công cao, tình trạng dịch bệnh diễn biến phức tạp song việc phân phối vaccine chậm như Trung Đông và Bắc Phi, châu Âu và Trung Á). Với “bom nợ” này, khi lãi suất tăng lên, thanh khoản thị trường giảm, trách nhiệm trả nợ tăng theo, sẽ là gánh nặng và rủi ro tài chính khó lường, nhất là các

nước đang phát triển và mới nổi, vốn dĩ dễ bị tổn thương và khả năng tiếp cận vaccine khó khăn hơn.

Hình 2: Nợ công/GDP của một số khu vực, quốc gia giai đoạn 2019-2021f



Nguồn: World Bank, IMF (tháng 4/2021), Viện ĐT & NC BIDV thể hiện.

Thứ hai, thị trường chứng khoán (TTCK) và thị trường bất động sản (BDS) vẫn tiềm ẩn nguy cơ sụt giảm do sự phục hồi chưa bền vững của nền kinh tế thực<sup>5</sup>. Thứ ba, nguy cơ và những thách thức mới với hệ thống ngân hàng toàn cầu vẫn tiềm ẩn dù khả năng chống chịu rủi ro của hệ thống ngân hàng ngày càng tốt hơn (rủi ro nợ xấu, ngân hàng ngầm - shadow banking ngày càng lớn và tinh vi, sự phát triển của các giao dịch xuyên biên giới, an ninh mạng và tội phạm tài chính...).

**Hai là, nguy cơ “phục hồi chưa chắc chắn và không đồng đều” của nền kinh tế toàn cầu khiến rủi ro tài chính gia tăng.**

Cuộc khủng hoảng kinh tế và y tế do ảnh hưởng của dịch Covid-19 đã khiến tăng trưởng kinh tế toàn cầu năm 2020 đã sụt giảm -3,3% so với năm 2019 - mức thấp nhất kể từ năm 1930; đã phục hồi dự báo ở mức tăng trưởng 6% năm 2021 và 4,4% năm 2022 (IMF, tháng 4/2021). Quá trình phục hồi kinh tế phụ thuộc rất chặt chẽ vào việc phát triển, cung cấp, phân phối và tiêm chủng vaccine trên phạm vi toàn cầu. Theo dự báo của CitiResearch (tháng 2/2021), **vaccine sẽ giúp GDP toàn cầu tăng trưởng thêm 4,1 điểm %** giai đoạn 2021-2022 thông qua việc nâng cao sức khỏe cộng đồng, kiểm soát dịch bệnh, thúc đẩy nhu cầu đầu tư, thương mại, tiêu dùng. Tuy nhiên, việc phân phối vaccine đang đối diện với nhiều khó khăn, đáng lo ngại nhất là “tình trạng bất bình đẳng, không đồng đều, yếu tố tâm lý”<sup>6</sup>. Đây sẽ là yếu tố tiêu cực khiến đà phục hồi kinh tế bị chậm

<sup>5</sup><https://cafef.vn/chuyen-gia-giai-ma-da-tang-nhanh-cua-thi-truong-chung-khoan-va-nhung-khuyen-nghi-20210121084125015.chn>.

<sup>6</sup>“Tiến trình cung ứng Vaccine Covid-19 và vai trò của nó trong phục hồi kinh tế” TS. Cần Văn Lực và nhóm tác giả Viện ĐT&NC BIDV, tháng 3/2021.

lại, kéo dài và mức độ phục hồi “không chắc chắn”, từ đó có thể ảnh hưởng, làm trầm trọng thêm nguy cơ rủi ro tài chính. Thêm vào đó, biến động địa chính trị còn phức tạp khiến giá vàng, giá dầu biến động mạnh, có tác động đến thị trường tài chính toàn cầu cũng là một thách thức lớn.

Ngoài ra, **áp lực lạm phát tăng, lãi suất tăng và xu hướng giảm dần các gói nói lỏng định lượng**; xu hướng bảo hộ thương mại; cạnh tranh chiến lược, căng thẳng thương mại - công nghệ giữa Mỹ và Trung Quốc còn leo thang và khó đoán; sự biến động mạnh và khó đoán hơn của giá cả hàng hóa thế giới... đều khiến rủi ro bất ổn tài chính gia tăng.

**Ba là, nguy cơ do thể chế không theo kịp sự phát triển của thị trường tài chính; giải pháp ứng phó dịch bệnh và cơ chế phối hợp kém hiệu quả.**

Kể từ sau khủng hoảng tài chính giai đoạn 2008-2009, các nước đã tăng cường hoàn thiện thể chế, cải cách hành chính, điều hành tỷ giá linh hoạt hơn; tăng tính minh bạch và hiệu quả của chính sách tài khóa và tiền tệ, thực hiện tái cơ cấu thị trường tài chính; qua đó đã góp phần tăng khả năng chống chịu của hệ thống tài chính toàn cầu. Bối cảnh năm 2020 và sau này cũng đặt ra nhiều thách thức khi mà thể chế chưa theo kịp sự phát triển mạnh mẽ của CMCN 4.0 và sự phát triển của kinh tế số và tài chính – tiền tệ số, giao dịch xuyên biên giới, đồng thời sự xuất hiện của các bất ổn mới chưa từng có trong lịch sử (như sự mất dần kết nối giữa thị trường tài chính và nền kinh tế thực; rủi ro nợ của khu vực DN, hộ gia đình và tổ chức tài chính phi ngân hàng...).

Các giải pháp, gói hỗ trợ và sự nói lỏng các điều kiện tài chính toàn cầu (đặc biệt từ quý 2/2020) được kỳ vọng sẽ giúp hồi phục nền kinh tế và thị trường tài chính, song cũng có thể dẫn tới hệ lụy tiêu cực hơn nếu không hiệu quả, như rủi ro bong bóng tài sản và lạm phát (do bơm nhiều tiền), rủi ro nợ xấu tăng (do hạ chuẩn cho vay hoặc đảo nợ và sức khỏe tài chính của bên vay yếu đi)... Thêm vào đó, sự mâu thuẫn giữa các mục tiêu, ưu tiên chính sách và phối hợp kém hiệu quả có thể khiến nền kinh tế và thị trường tài chính toàn cầu rơi vào vòng xoáy rủi ro mới trong thời gian tới.

**Bốn là, tội phạm tài chính ngày càng gia tăng.**

Theo Công ty phần mềm an ninh mạng (McAfee) và Trung tâm Nghiên cứu Chiến lược và Quốc tế (CSIS), tội phạm mạng là nguyên nhân khiến nền kinh tế toàn cầu thiệt hại **1,2% GDP toàn cầu** (hơn 1.000 tỷ USD năm 2020), **tăng 50%** so với năm 2018 và nhiều thiệt hại khác không thể tính bằng tiền. Đáng chú ý, **xu hướng tội phạm tài chính gia tăng mạnh trong bối cảnh dịch Covid-19**. Theo báo cáo của Công ty tư vấn EMR (2020), thị trường cung cấp giải pháp quản lý, kiểm soát tội phạm tài chính toàn cầu có giá trị khoảng 1.100 tỷ USD, và dự báo tăng khoảng **5,7%/năm** giai đoạn 2020-2025. **Bốn lý do chính** Cơ quan Nghiên cứu QH Mỹ (CRS) đưa ra là: (i) dịch bệnh đã làm thay



đổi thói quen sống và hành vi đầu tư, tiêu dùng (giữ tiền mặt nhiều hơn, đầu tư tài sản an toàn hơn như vàng, tranh thủ lướt sóng đầu tư tiền ảo, làm việc từ xa/online phụ thuộc hơn vào các thiết bị công nghệ...) từ đó gia tăng mức độ rủi ro tội phạm tài chính; (ii) vô tình phạm tội do bị lợi dụng bởi tâm lý lo sợ khủng hoảng sức khỏe cộng đồng và trục lợi từ mong muốn được an toàn (vô tình chuyển tiền vào tài khoản tội phạm, lừa đảo; giao dịch phạm pháp để lấy thù lao; mất thông tin cá nhân/thông tin thẻ NH do website/thư điện tử chứa mã độc); (iii) nền kinh tế, DN khó khăn, gián đoạn các chuỗi cung ứng cũng là nguyên nhân khiến các vụ lừa đảo, cướp ngân hàng tăng; và (iv) giao dịch trực tuyến (thương mại điện tử, tài chính số, vay mượn trực tuyến, ví điện tử...) tăng nhanh cũng khiến rửa tiền, tội phạm mạng, lừa đảo và giao dịch nội gián, hacker, lấy cắp thông tin, dữ liệu tài khoản NH/thẻ tín dụng...). Để ứng phó với rủi ro này, các quốc gia đã và đang đầu tư rất lớn cho an ninh mạng, theo McKinsey & Co., đầu tư cho an ninh mạng sẽ tăng khoảng **25-30%/năm** trong năm 2020-2021.

### **3. Xu hướng, triển vọng và thách thức của hệ thống tài chính Việt Nam giai đoạn 2021-2030**

Sau 34 năm đổi mới và phát triển, cùng với những thành tựu quan trọng về kinh tế-xã hội, hệ thống tài chính Việt Nam đã phát triển vượt bậc về cả chất và lượng, góp phần thúc đẩy tăng trưởng và tái cấu trúc nền kinh tế. Quy mô thị trường tài chính Việt Nam (gồm cả 3 khu vực: ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm) tương đương **324% GDP năm 2020**. Cùng với đó, **hệ thống các định chế tài chính**, hàng hóa, lượng doanh nghiệp niêm yết... của Việt Nam phát triển khá nhanh; tuy nhiên, hệ thống tổ chức tín dụng vẫn chi phối (chiếm khoảng 62,6% tổng tài sản hệ thống tài chính, tiếp đến là vốn hóa thị trường cổ phiếu, trái phiếu và thị trường bảo hiểm (thường được tính bằng doanh thu phí bảo hiểm).

#### **3.1. Xu hướng, triển vọng của hệ thống tài chính Việt Nam**

**Hệ thống tài chính Việt Nam, về cơ bản, cũng đang bắt nhịp theo 5 xu hướng chủ đạo nêu trên;** đó là các xu hướng chuyển đổi số; thay đổi chính sách tiền tệ - tài khóa (trong và sau dịch Covid-19); tái cấu trúc, lành mạnh hóa và chuẩn hóa; phát triển tài chính xanh, ngân hàng xanh; và hội nhập tài chính – ngân hàng. *Riêng xu hướng phát triển tiền KTS*, Việt Nam có thể thuộc nhóm 3 - nhóm thận trọng xem xét bởi lo ngại những tác động tiêu cực, rủi ro do CBDC mang lại đối với sự ổn định tài chính, cấu trúc ngân hàng, sự gia nhập của các tổ chức phi ngân hàng trong hệ thống tài chính và truyền tải chính sách tiền tệ.

**Bảng 5: Cơ cấu hệ thống tài chính Việt Nam (tháng 12/2020)**

Các định chế tài chính	Tỷ trọng trong tổng tài sản HT tài chính	Cơ quan quản lý
<b>Ngân hàng và Phi Ngân hàng (Tổng tài sản)</b> - 4 NHTM Nhà nước chi phối; NH Hợp tác xã - 2 NH chính sách/NH phát triển - 31 NHTMCP - 9 NH 100% vốn nước ngoài; 2 NH liên doanh - 50 chi nhánh NH nước ngoài và 52 văn phòng đại diện - 1100 quỹ tín dụng (thành viên Ngân hàng HTX) - 16 công ty tài chính; 10 công ty cho thuê tài chính	<b>62,6%*</b>	Ngân hàng Nhà nước (NHNN)
<b>Trái phiếu (Chính phủ, Công ty, Ngân hàng) – giá trị vốn hoá</b>	<b>12,4%</b>	
<b>Bảo hiểm (Doanh thi phí BH tính theo năm)</b> - 66 doanh nghiệp kinh doanh bảo hiểm, trong đó có 30 doanh nghiệp bảo hiểm (DNBH) phi nhân thọ, 18 DNBH nhân thọ, 02 doanh nghiệp tái bảo hiểm và 16 doanh nghiệp môi giới bảo hiểm.	<b>0,9%</b>	Bộ tài chính (BTC)
<b>Chứng khoán (giá trị vốn hóa cổ phiếu niêm yết)</b> - 89 công ty chứng khoán, 45 công ty quản lý quỹ, 25 quỹ đầu tư - 14 ngân hàng lưu ký; 2,77 triệu nhà đầu tư - 880 công ty niêm yết trên 2 sàn chứng khoán; 909 niêm yết sàn Upcom	<b>24,1%</b>	UB Chứng khoán - BTC
<b>Khác</b> - Hệ thống tài chính không chính thức, fintech, mô hình mới...v.v.	n.a.	Quản lý chưa đầy đủ

Nguồn: Tính toán của Viện DTNC BIDV dựa trên số liệu từ NHNN, UBCKNN, Bộ Tài chính; \*bao gồm cả NHPT VN.

### 3.2. Một số rủi ro, thách thức đối với hệ thống tài chính Việt Nam

Là nền kinh tế có độ mở lớn, hệ thống tài chính Việt Nam đã, đang và sẽ chịu ảnh hưởng không nhỏ bởi sự phục hồi chưa thực sự bền vững của nền kinh tế và thị trường tài chính toàn cầu cũng như những khó khăn nội tại của nền kinh tế. Theo đó, hệ thống tài chính Việt Nam cũng **vấp phải 5 rủi ro, thách thức chính.**

**Một là, nguy cơ rủi ro tài chính:** với khả năng kiểm soát tốt dịch bệnh, tăng trưởng kinh tế dương và thuộc nhóm cao nhất thế giới năm 2020, sức mạnh tài chính khá tốt và vị thế quốc tế không ngừng được tăng lên, mức độ rủi ro và sức chịu đựng của thị trường tài chính Việt Nam được đánh giá ở mức **Trung bình – khá**<sup>7</sup>. Theo đó, mức độ rủi ro tài chính của Việt Nam thấp hơn so với các thị trường mới nổi có cùng trình độ phát triển trong khu vực châu Á – TBD và thế giới. Tuy nhiên, cần lưu ý, rủi ro luôn đan xen, lan truyền; các khu vực tài chính có sức chịu đựng trung bình luôn tiềm ẩn nguy cơ chuyển sang trạng thái rủi ro cao hơn nếu thiếu các biện pháp kịp thời, hiệu quả. Đáng chú ý là rủi

<sup>7</sup> Báo cáo “Rủi ro bất ổn tài chính toàn cầu và Việt Nam – Nhận diện và giải pháp” – Viện Đào tạo và Nghiên cứu BIDV, tháng 10/2020.

ro TTCK Việt Nam là tương đối cao do quy mô còn nhỏ, hàng hóa còn ít, tính minh bạch chưa cao, nhà đầu tư cá nhân là chủ yếu, nên mức độ biến động ở mức cao (chưa kể hiện tượng nghẽn mạch từ cuối năm 2020 đến nay). Ngoài ra, khu vực ngân hàng Việt Nam luôn chịu áp lực tăng vốn (do nền vốn còn mỏng trong khi tín dụng, đầu tư tăng khá cao – khoảng 14%/năm trong 10 năm qua) và nguy cơ nợ xấu có thể tăng (lên mức 2,5-3% cuối năm 2021) cùng với trách nhiệm trích lập dự phòng rủi ro tăng thêm trong 3 năm (2021-2023) theo Thông tư 03 ban hành ngày 2/4/2021.

**Hai là, thách thức từ nội tại nền kinh tế Việt Nam:** mặc dù đã đạt được kết quả tăng trưởng kinh tế tích cực trong bối cảnh suy thoái toàn cầu (tăng trưởng 2,91% năm 2020 và dự báo tiếp tục tăng trưởng ở mức 6,5-7% trong giai đoạn 2021-2025; là một trong số ít quốc gia giữ vững và gần đây được nâng hạng tín nhiệm ở mức triển vọng “Tích cực” bởi Tổ chức xếp hạng tín nhiệm Moody’s), song nền kinh tế Việt Nam vẫn đang đối diện với **5 thách thức nội tại lớn**, đó là: (i) Chất lượng tăng trưởng, sức cạnh tranh chưa cao, tái cơ cấu còn chậm và chưa đi vào chiều sâu; (ii) Sức ép cạnh tranh, rủi ro pháp lý, rủi ro lan truyền... trong quá trình hội nhập; (iii) Kết quả thực hiện ba đột phá chiến lược (thể chế, nguồn nhân lực và kết cấu hạ tầng) còn chưa đạt kỳ vọng; (iv) Vấn đề già hóa dân số ảnh hưởng đến chất lượng nguồn nhân lực; (v) Vấn đề biến đổi khí hậu khi Việt Nam là một trong 6 quốc gia bị tác động nặng nề nhất của biến đổi khí hậu và ô nhiễm môi trường gia tăng.

**Ba là, những bước tiến về thể chế góp phần nâng cao sức chịu đựng của nền kinh tế và hệ thống tài chính Việt Nam, nhưng còn chậm so với yêu cầu**

Hệ thống thể chế đối với thị trường tài chính đã và đang ngày càng hoàn thiện, hỗ trợ tích cực cho sự phát triển ổn định, lành mạnh của nền kinh tế và bản thân hệ thống tài chính. Nổi bật là hệ thống luật chuyên ngành chi phối lĩnh vực tài chính-ngân hàng đang được chuẩn hóa, hoàn thiện theo thông lệ quốc tế; hình thành được mạng lưới an toàn hệ thống tài chính-tiền tệ (financial safety net); năng lực quản lý tài chính – tiền tệ, năng lực phòng chống rủi ro có nhiều cải thiện theo hướng chủ động, linh hoạt; phối hợp giữa chính sách tài khóa và tiền tệ đã có nhiều bước tiến quan trọng, góp phần kiểm soát lạm phát, ổn định vĩ mô...

Tuy nhiên, vấn đề thể chế, nhất là nhằm phát triển kinh tế số, các mô hình kinh doanh mới (cho vay ngang hàng, Fintech, tiền KTS, xây dựng cơ sở dữ liệu, chia sẻ thông tin – dữ liệu...) còn chậm ban hành so với yêu cầu thực tiễn; năng lực quản lý rủi ro hệ thống tài chính; tính minh bạch, chuyên nghiệp của môi trường đầu tư vẫn là thách thức khá lớn trong bối cảnh kinh tế số, tài chính – tiền tệ số đang phát triển nhanh.

**Bốn là, rủi ro tội phạm trong lĩnh vực tài chính - ngân hàng Việt Nam đang là vấn đề khá thách thức:** theo Báo cáo 8 tháng đầu năm 2020 của Công ty an ninh mạng Viettel, 90% trong số 3 triệu vụ cảnh báo tấn công mạng là nhắm đến hệ thống tài chính - ngân hàng Việt Nam chủ yếu xoay quanh **4 nguyên nhân mà Công ty CRS (Mỹ) nêu trên**. Trong đó, 4 chiến dịch tấn công Phishing khiến 26.000 người dùng ngân hàng bị ảnh hưởng; các hình thức tấn công cũng đa dạng và tinh vi, phổ biến là khai thác web (chiếm 77,6%), mã độc hại (12,1%), vét cạn (3,9%), các loại hình tấn công khác như từ chối dịch vụ, nhắm vào thiết bị di động chiếm 6,5%. Việt Nam đã có nhiều bước tiến trong phòng ngừa và trấn áp tội phạm trong lĩnh vực tài chính - ngân hàng; làm chủ 90% hệ sinh thái các sản phẩm an toàn, an ninh mạng và đầu tư nhiều giải pháp an toàn thông tin như tường lửa thế hệ mới, phần mềm ngăn chặn mã độc, xác thực bằng sinh trắc học (vân tay, tĩnh mạch lòng bàn tay, giọng nói), chữ ký số. Bộ Công an đã phát hiện và xử lý nhiều nhóm tội phạm mạng hacker cho vay qua Apps, chuyên tiền ra nước ngoài, mạo danh nhân viên ngân hàng, cán bộ công an, cài phần mềm gián điệp và trộm tiền ảo... Tuy nhiên, hoạt động phòng chống tội phạm tài chính - ngân hàng còn gặp nhiều thách thức do hạn chế về thể chế, năng lực tổ chức quản lý; còn nhiều lỗ hổng bảo mật chưa được khắc phục kịp thời; số vụ tấn công lừa đảo chiếm đoạt tài khoản ngân hàng dự báo còn tăng.

### **Năm là, thách thức phát triển tài chính xanh, ngân hàng xanh**

Là quốc gia chịu ảnh hưởng nặng nề bởi biến đổi khí hậu, xu thế phát triển xanh trở thành tất yếu trong nền kinh tế tài chính Việt Nam. Cùng với việc hoàn thiện hệ thống pháp luật về tài chính xanh đã được quan tâm xây dựng, đặc biệt là Chiến lược quốc gia về tăng trưởng xanh đến năm 2020 (Quyết định số 1552/QĐ-NHNN ngày 6/8/2015), Đề án phát triển ngân hàng xanh tại Việt Nam (Quyết định số 1604/QĐ-NHNN ngày 7/8/2018), tài chính xanh đã đạt được những kết quả bước đầu. Tuy nhiên, tài chính xanh Việt Nam chưa thực sự trở thành một xu hướng đầu tư, phát triển và vẫn đang đối diện với nhiều thách thức như hệ thống pháp luật về tài chính xanh còn sơ khai; các NHTM chưa có bộ phận riêng chuyên trách về tín dụng xanh; lượng vốn tín dụng xanh khá lớn trong khi hiệu quả tài chính chưa cao; chưa phát triển trái phiếu doanh nghiệp và các công cụ nợ xanh; ý thức trách nhiệm của doanh nghiệp và người dân về bảo vệ môi trường và phát triển tài chính xanh, tiêu chuẩn ESG còn hạn chế... Theo RobecoSAM<sup>8</sup> - công ty tư vấn chuyên về đầu tư bền vững, Việt Nam là một trong 10 nước có chỉ số ESG thấp nhất.

---

<sup>8</sup> RobecoSAM sử dụng bộ chỉ số bao gồm 17 chỉ số về môi trường (17%), xã hội (25%) và quản trị công ty (60%). Các quốc gia được xếp điểm số từ 1 đến 10, với 10 là xếp hạng cao nhất, điểm của Việt Nam là 4 (đối với 69 quốc gia).

#### 4. Một số giải pháp chiến lược đối với Việt Nam

Hệ thống tài chính Việt Nam đã và đang có những bước phát triển mạnh mẽ và sức chịu đựng ngày càng được tăng cường song triển vọng phát triển phụ thuộc khá lớn vào vào sự phục hồi của nền kinh tế và thị trường tài chính toàn cầu, sự ổn định, bền vững của niềm tin nhà đầu tư trên thị trường. Vì vậy, để có thể vừa chủ động nắm bắt cơ hội, triển vọng phát triển, vừa phòng ngừa rủi ro, hướng tới phát triển bền vững, chúng tôi đề xuất **6 giải pháp chiến lược** dưới đây.

**Thứ nhất**, hoàn thiện và thực thi có hiệu quả các chiến lược và thể chế pháp luật trong lĩnh vực tài chính – ngân hàng: (i) Sớm xem xét sửa đổi Luật NHNN, Luật các TCTD, Luật Bảo hiểm tiền gửi; thực hiện Luật chứng khoán 2019 (hiệu lực 1/1/2021) và hoàn thiện Luật KD bảo hiểm (cho phép mô hình Tập đoàn tài chính); (ii) Thực hiện thành công các đề án như Chiến lược phát triển ngành ngân hàng đến 2025 (QĐ 986); Chiến lược tài chính toàn diện đến năm 2030; xây dựng và thực thi Đề án cơ cấu lại các TCTD và thị trường chứng khoán, bảo hiểm giai đoạn tới; xây dựng và thực thi Chiến lược phát triển tài chính xanh, ngân hàng xanh và thống nhất triển khai từ trung ương đến địa phương...

**Thứ hai**, sớm hoàn thiện hành lang pháp lý cho các mô hình kinh doanh mới trong nền kinh tế số và tài chính - tiền tệ số và tài chính xanh (bao gồm cơ chế quản lý thử nghiệm - Regulatory Sandbox), nhằm tạo điều kiện cho hoạt động của các công ty Fintech, các mô hình kinh doanh mới như kinh tế chia sẻ, ứng dụng Blockchain, AI, điện toán đám mây, chia sẻ thông tin – dữ liệu...; (ii) Xây dựng Trung tâm Fintech (có thể lựa chọn TP.HCM bởi đây là nơi đặt trụ sở của 60% công ty Fintech và các CLB Fintech) để hỗ trợ NHNN, Ban chỉ đạo Fintech, các TCTD trong quá trình vận hành cơ chế quản lý thử nghiệm; (iii) Nghiên cứu thành lập Nhóm chuyên trách nghiên cứu về xu hướng tiền KTS do NHTW phát hành trên thế giới và cách tiếp cận của Việt Nam; (iv) Xây dựng lộ trình phát triển hệ thống tài chính xanh của Việt Nam đến năm 2030, tầm nhìn 2045 với 4 trụ cột chính: trung gian tài chính xanh, các công cụ huy động vốn xanh, các doanh nghiệp đầu tư xanh và thị trường tài chính xanh.

**Thứ ba**, chú trọng nâng cao năng lực quản lý, giám sát, an toàn và ổn định hệ thống tài chính-tiền tệ: (i) NHNN và các cơ quan quản lý, giám sát (UBCK, Bảo hiểm tiền gửi...) cần độc lập và được trao quyền nhiều hơn, (ii) Chú trọng xây dựng mô hình quản lý-giám sát rủi ro hệ thống, mô hình ổn định tài chính-tiền tệ và cơ chế xử lý khủng hoảng; (iii) Hiện đại hóa các công cụ, hình thức thanh tra, giám sát; thực thi chế tài nghiêm minh đối với các vi phạm trên thị trường, (iv) Tiếp tục nâng cao hiệu quả phối hợp chính sách (nhất là giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa) nhằm đạt hiệu quả trong chính sách lãi suất, huy động vốn trung dài hạn; thúc đẩy tiến trình nâng hạng của TTCK Việt Nam, (v) Tách bạch rõ các khoản tín dụng chính sách với tín dụng thương mại để gia tăng

tính tự chủ trong hoạt động của các ĐCTC; (vi) Xây dựng bộ chỉ số đánh giá mức độ xanh hóa hệ thống tài chính (ngân hàng xanh, đầu tư xanh, chứng khoán xanh, bộ chỉ số phát triển bền vững doanh nghiệp - sustainability sub-index (SSI) và bộ chỉ số tổng hợp tài chính xanh (GFI).

**Thứ tư**, cơ quan quản lý cần chủ động xây dựng và nhất quán thực thi **Chiến lược chuyển đổi số** trong lĩnh vực tài chính – ngân hàng (là 1 trong 8 lĩnh vực được ưu tiên chuyển đổi số đầu tiên theo Quyết định 749 ngày 3/6/2020 của TTg), trong đó xây dựng, chuẩn hóa cơ sở dữ liệu, xây dựng nguồn nhân lực số và hạ tầng CNTT hiện đại là then chốt.

**Thứ năm**, xây dựng và thực thi Đề án nâng hạng TTCK Việt Nam, trong đó, tính minh bạch, chuyên nghiệp, đa dạng hóa sản phẩm - dịch vụ, đặc biệt là các sản phẩm hỗ trợ quản lý rủi ro, sản phẩm tài chính số và tài chính xanh là rất quan trọng.

**Cuối cùng**, chú trọng phổ cập kiến thức tài chính, nâng cao nhận thức của người dân khi sử dụng các dịch vụ tài chính số và phát triển tài chính xanh, như là một trụ cột trong Chiến lược tài chính toàn diện đến năm 2030.

### **Tài liệu tham khảo**

- Australia Aid, Csiro and Data 61 (2018) “*Vietnam’s Future Digital Economy Towards 2030 & 2045-Tương lai nền kinh tế số Việt Nam hướng tới năm 2030 và 2045*”.
- Google&Temasek (2018,2019,2020), “*e-Conomy SEA 2018-2020*”
- IMF (2021) “*Global Financial Stability Report*” and “*Fiscal Monitor*”, April 2021.
- Ngân hàng phát triển châu Á-ADB “*Chiến lược 2030-Hướng tới một Châu Á- Thái Bình Dương thịnh vượng, đồng đều, thích ứng và bền vững*”.
- PwC (2019), “*Global Fintech Report 2019*”.
- PwC (2020) “*Global M&A Industry Trends*”.
- Standard Chartered Bank (2021) “*Triển vọng thị trường tài chính toàn cầu – Thời điểm tái cấu trúc?*” (tháng 3/2021).
- Tran Thi Thanh Tu và Tran Thi Hoang Yen, 2015, “*Green Bank: International Experiences and Vietnam Perspectives*”, *Asian Social Science*; No. 28OECD (2017), *Green Finance and Investment Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition*.
- TS. Cán Văn Lực (2021), “*Hình hài Việt Nam 2045*” (30/3/2021).
- TS. Cán Văn Lực và nhóm nghiên cứu Viện ĐT&NC BIDV (2021) “*Cần nhìn nhận bức tranh lợi nhuận ngân hàng 2020 và 2021 một cách toàn diện, đầy đủ hơn*”.
- TS. Cán Văn Lực và nhóm nghiên cứu Viện ĐT&NC BIDV (2021) “*Kinh tế xã hội và hệ thống tài chính Việt Nam 2011-2030 – định hướng và giải pháp trọng tâm đến năm 2030*”.

HỘI THẢO KHOA HỌC QUỐC GIA  
ĐỊNH HÌNH LẠI HỆ THỐNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU VÀ CHIẾN LƯỢC CỦA VIỆT NAM

TS. Cấn Văn Lực và nhóm nghiên cứu Viện ĐT&NC BIDV (2021): “*Thị trường chứng khoán Việt Nam: Nhận diện cơ hội, rủi ro và giải pháp phát triển bền vững*”.

TS. Vũ Nhữ Thăng “*Định hướng phát triển thị trường tài chính Việt Nam giai đoạn 2021-2030*”-  
Tạp chí tài chính tháng 2/2021.

World Bank “*World Economic Outlook*”, April 2021.

## 2.

# CÁC XU HƯỚNG VÀ THÁCH THỨC TOÀN CẦU HẬU COVID-19

Nguyễn Khắc Quốc Bảo\*

Phan Thị Bích Nguyệt\*

Bùi Quang Hùng\*

Phạm Dương Phương Thảo\*

### **Tóm tắt**

*Dưới góc độ tài chính quốc tế, đại dịch Covid-19 bùng nổ đóng vai trò như cú sốc cấu trúc, có tính dai dẳng và bất định đối với nền kinh tế toàn cầu. Nhiều xu hướng, quan hệ kinh tế trước đây đã bị phá bỏ và một trật tự thế giới mới có thể được hình thành, bao gồm sự đứt gãy, tái cấu trúc chuỗi cung ứng toàn cầu, sự bi quan của các nhà đầu tư đã khiến dòng vốn FDI quay đầu, đồng thời thế giới chứng kiến sự trỗi dậy của chủ nghĩa bảo hộ ở các nước. Toàn cầu hóa đang có xu hướng thoái trào, việc này làm mỗi quốc gia phải ưu tiên vào nguồn lực sẵn có trong nước và kích cầu nội địa nhiều hơn. Cuối cùng là nguy cơ khủng hoảng nợ công khi các quốc gia đã tiêu tốn lượng ngân sách khổng lồ để chống dịch, trong khi các nền kinh tế gần như kiệt quệ. Thế nhưng ở khía cạnh tích cực, Covid-19 có thể sẽ thúc đẩy quá trình cải cách kinh tế Việt Nam diễn ra nhanh hơn, bao gồm sự thay đổi những động lực tăng trưởng trước đây. Điển hình như động lực về thương mại của Việt Nam có lẽ bị ảnh hưởng nghiêm trọng bởi sự đứt gãy của chuỗi cung ứng toàn cầu, cũng như sự thoái trào của toàn cầu hóa. Bên cạnh đó là sự cải cách trong cách vận hành nền kinh tế, cũng như phát huy tối đa tiềm lực trong nước, thay vì phải phụ thuộc vào thương mại.*

**Từ khoá:** Covid-19, toàn cầu hoá, chuỗi cung ứng.

---

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [nguyenbao@ueh.edu.vn](mailto:nguyenbao@ueh.edu.vn)



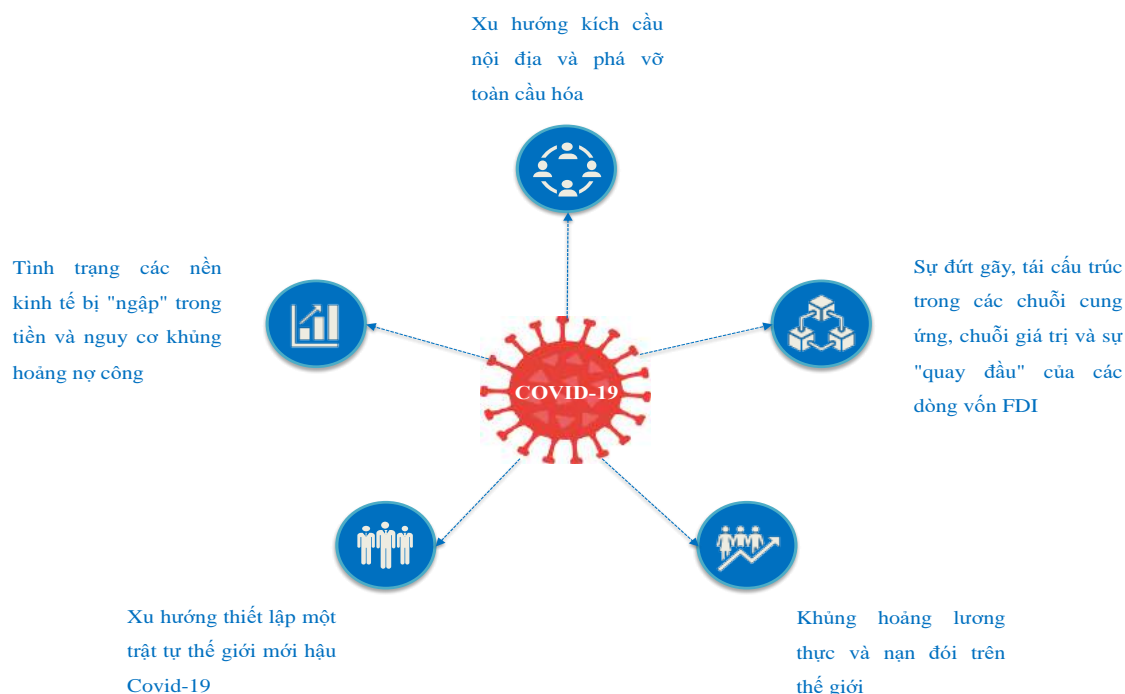
## 1. Giới thiệu

Suốt hơn 1 năm qua, đại dịch Covid-19 đã tạo ra cú sốc phi truyền thống, dai dẳng và bất định thông qua quá trình giãn cách, cách ly xã hội với quy mô lớn ở từng quốc gia, vùng lãnh thổ và lan rộng khắp toàn cầu. Khủng hoảng Covid-19 khiến các nền kinh tế bị cô lập, nguồn nhân lực và các hoạt động tiêu dùng, đầu tư, sản xuất đều suy giảm. Song song đó xuất hiện sự đứt gãy trong chuỗi cung ứng và sự thoái trào của toàn cầu hóa. Đại dịch đã làm tê liệt nhiều hoạt động kinh tế như du lịch, vận tải, cũng như làm trỗi dậy chủ nghĩa bảo hộ và tình trạng bất bình đẳng trong xã hội... Thế giới có lẽ đang đứng trước nguy cơ rơi vào một trong những lần suy thoái kinh tế sâu nhất lịch sử, khi ngay cả các đầu tàu kinh tế như Mỹ, Trung Quốc, Nhật Bản và các quốc gia thuộc EU cũng phải “đóng băng” hoặc suy yếu trầm trọng.

Kể từ năm 1870, nền kinh tế toàn cầu đã trải qua 14 lần suy thoái. Đợt suy thoái do Covid-19 gây ra sẽ là lần suy thoái sâu thứ 4 và nghiêm trọng nhất kể từ sau Thế chiến thứ II. Trong bối cảnh các làn sóng Covid-19 tiếp theo đang xuất hiện, chưa ai dám nói trước điều gì, mọi dự báo hay phán đoán lúc này đều dựa trên những giả thiết nhất định. Nếu những giả thiết đó là bất định, con số dự báo sẽ khác, thậm chí có thể đảo chiều. Thực tế cho thấy, trong giai đoạn đầu khủng hoảng Covid-19, nhiều chuyên gia dự báo tăng trưởng kinh tế sẽ phục hồi theo hình chữ V, đồng nghĩa với việc khôi phục tăng trưởng nhanh chóng như một hệ miễn dịch tự nhiên phải có. Thời điểm này có thể khẳng định đó chỉ là phán đoán "quá lạc quan" khi nền kinh tế toàn cầu đã bị “ngắm đòn”.

Covid-19 làm trầm trọng hơn những bất ổn vốn dĩ đã tồn tại trước đây, như thương chiến Mỹ-Trung, quá trình Brexit ở Anh, chủ nghĩa bảo hộ và khu vực hóa gia tăng, xung đột chính trị ở một số quốc gia... Trước đây, thế giới đã thuận thực với việc ứng phó những cơn suy thoái kinh tế truyền thống, ngay lúc này một cuộc khủng hoảng y tế dẫn đến khả năng đại suy thoái kinh tế là ngoài sự chẩn đoán của các chuyên gia. Với sự tàn phá của Covid-19, những gói hỗ trợ kinh tế vĩ mô với quy mô lớn được các quốc gia thực thi, nhằm giảm đau nền kinh tế và tránh cuộc suy thoái trầm trọng. Theo thống kê từ ADB, tính đến hết tháng 9-2020, tổng giá trị các biện pháp phòng chống dịch bệnh và giảm đau kinh tế đạt hơn 25,1 nghìn tỷ USD, điển hình như ở Mỹ (7,08 nghìn tỷ USD), Nhật Bản (3,43 nghìn tỷ USD), Trung Quốc (2,36 nghìn tỷ USD), Đức (2,05 nghìn tỷ USD).

**Hình 1: Các xu hướng và thách thức toàn cầu hậu Covid - 19**



*Nguồn: Nguyễn Khắc Quốc Bảo và các cộng sự (2021)*

Vì vậy, Covid-19 đã tạo ra triển vọng khá bi quan về đợt đại suy thoái kinh tế toàn cầu nghiêm trọng nhất lịch sử. Hệ lụy sau đó, là những xu hướng có tầm vóc toàn cầu sẽ định hình và tạo ra thách thức cho các quốc gia. Đầu tiên là việc dư thừa tiền khi hàng loạt gói hỗ trợ kinh tế vĩ mô kỷ lục được tung ra, nhưng dường như dòng tiền đang mắc kẹt trong hệ thống tài chính do việc hấp thụ ở các hoạt động kinh tế thực đang rất khó khăn vì Covid-19.

Tiếp đến là sự đứt gãy, tái cấu trúc chuỗi cung ứng toàn cầu, sự bi quan của các nhà đầu tư, đã khiến dòng vốn FDI quay đầu, đồng thời thế giới chứng kiến sự trỗi dậy của chủ nghĩa bảo hộ ở các nước. Toàn cầu hóa đang có xu hướng thoái trào đã làm mỗi quốc gia phải ưu tiên vào nguồn lực sẵn có trong nước và kích cầu nội địa nhiều hơn. Sự thoái trào của toàn cầu hóa đã xuất hiện trong những năm gần đây, khi những mâu thuẫn lợi ích từ các quốc gia càng gia tăng như thương chiến Mỹ-Trung, chủ nghĩa bảo hộ và chủ nghĩa dân túy dần lớn mạnh. Covid-19 đang làm quá trình thoái trào này trở nên nhanh hơn.

Các xu hướng trên có thể dẫn đến trật tự quốc tế mới hậu Covid-19, trong nguy có cơ, Covid-19 có lẽ là thời cơ để các quốc gia rút ngắn khoảng cách trên khía cạnh kinh tế lẫn chính trị. Tuy nhiên, điều kiện tiên quyết lúc này là phải khắc chế được Covid-19, câu chuyện vị thế ai hơn ai mới khả thi. Trường hợp Trung Quốc và Mỹ đã minh chứng rõ nhận định

này. Trong khi Mỹ đang loay hoay khắc chế dịch bệnh, Trung Quốc với những biện pháp mạnh dạn, quyết liệt từ đầu đã bắt đầu khởi động các chương trình để phục hồi kinh tế.

Một bất ổn và thách thức khác đáng quan tâm hiện nay là vấn đề lương thực và nạn đói. Covid-19 khiến số lượng người lâm vào cảnh đói trong năm 2020 tăng thêm 132 triệu, nâng tổng số lên 822 triệu người, chiếm 10,6% dân số toàn cầu (FAO, UNICEF, WFP, WHO). Theo dự báo của Oxfam International Covid-19 có thể khiến khoảng 12.000 người chết vì đói mỗi ngày vào cuối năm 2020.

## **2. Các nền kinh tế bị "ngập" trong tiền và nguy cơ khủng hoảng nợ công**

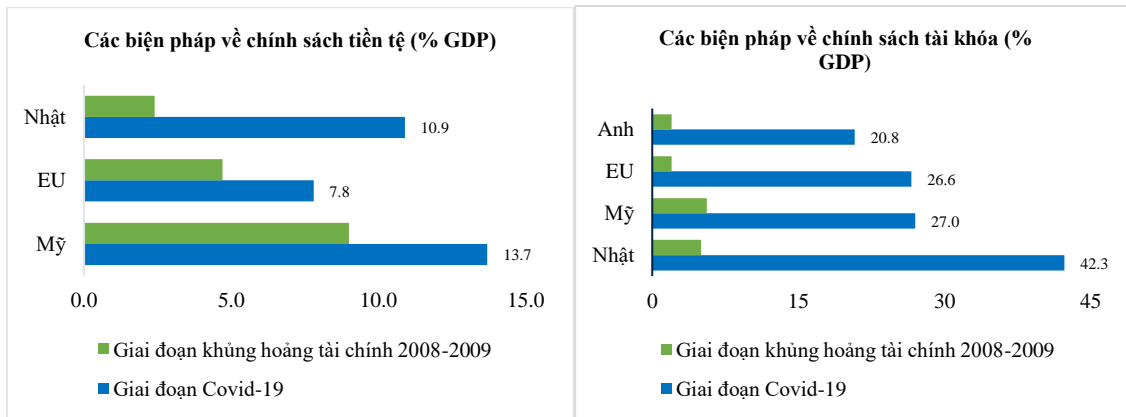
Với sự tàn phá của Covid-19, những gói hỗ trợ kinh tế vĩ mô với quy mô lớn lần lượt được các chính phủ thực thi, nhằm giảm đau nền kinh tế và tránh cuộc suy thoái tương tự vào những năm 1930. Tuy nhiên, mục tiêu tăng cường tính thanh khoản cho thị trường, kỳ vọng gia tăng trong tiêu dùng và đầu tư dường như không đạt được hiệu quả. Kết quả này thậm chí tồn tại ở một số quốc gia với mức lãi suất chính sách về gần bằng 0 như Mỹ, Anh, Australia, Ba Lan, New Zealand, và dự đoán từ chính sách tiền tệ cũng đã dần cạn kiệt.

Như vậy, sẽ là thách thức lớn cho các nước để củng cố niềm tin các nhà đầu tư, cũng như phát đi tín hiệu cho thấy nền kinh tế sẽ hồi phục và tăng trưởng trong trung và dài hạn. Xu hướng chung cho thấy các quốc gia hầu như dư thừa tiền, bởi các hoạt động kinh tế thực không hấp thụ được hết trong giai đoạn dịch bệnh; còn chính sách tiền tệ dường như không đạt hiệu quả như kỳ vọng, khi nguồn tiền cứ tồn đọng và mắc kẹt trong hệ thống tài chính. Kết quả này xuất phát từ những tác động của Covid-19 khi hàng loạt cơ sở sản xuất, kinh doanh, dịch vụ phải đóng cửa, ngành du lịch và vận tải gần như bị tê liệt và các biện pháp phòng chống dịch như đóng cửa biên giới, phong tỏa khu vực có dịch, cách ly xã hội.

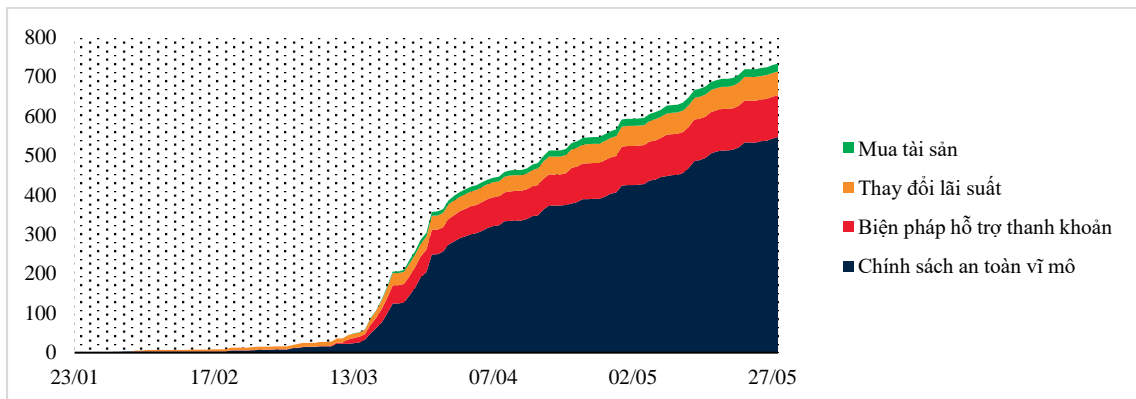
Như vậy, trong bối cảnh đại dịch Covid-19 chưa thể kiểm soát toàn diện, các hộ gia đình thường có tâm lý bi quan và có xu hướng giảm chi tiêu; các doanh nghiệp trì hoãn và giảm đầu tư theo chính sách thắt lưng buộc bụng, đồng thời tiết kiệm tối đa để duy trì hoạt động và phòng ngừa rủi ro từ cú sốc y tế lẫn kinh tế. Đây có thể xem là cú sốc cầu của nền kinh tế, có tác động lớn hơn nhiều so với cú sốc cung đến từ sự đứt gãy chuỗi cung ứng, rơi vào tình trạng cú sốc cung Keynesian. Bên cạnh đó, để linh hoạt trong cách ứng phó với đại dịch, đòi hỏi Chính phủ phải đảm bảo đủ nguồn ngân sách để phát huy tối đa công năng của hệ thống y tế, cũng như duy trì sự ổn định của nền kinh tế ngay lúc này. Đồng thời cần chuẩn bị cho cuộc “trường kỳ kháng chiến” trước những diễn biến phức tạp, khó lường của đại dịch. Chính vì vậy, nguy cơ khủng hoảng nợ công có thể xảy ra, khi nguồn thu ngân sách sụt giảm đến từ sự thu hẹp của nền kinh tế ở giai đoạn này.

## Hình 2: Chính sách tiền tệ và tài khóa của một số quốc gia trên thế giới

### A. Chính sách tiền tệ và tài khóa ở các quốc gia phát triển



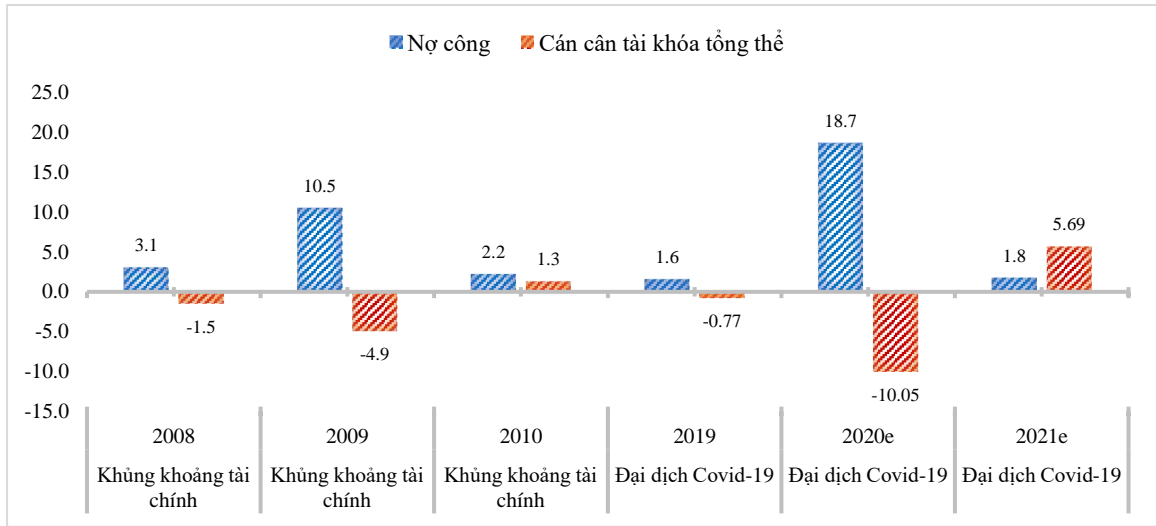
### B. Số lượng biện pháp chính sách tiền tệ đã công bố của khu vực EMDEs



Nguồn: Nguyễn Khắc Quốc Bảo & cộng sự (2021), dữ liệu trích xuất từ WB

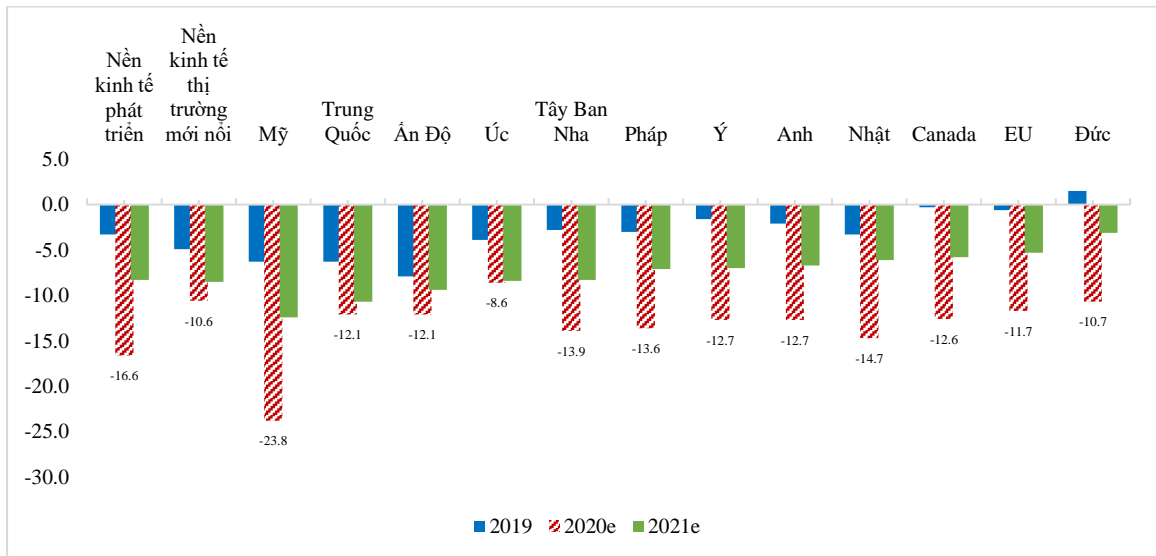
Trong khi đó nguồn chi ngân sách từ chính phủ lại tăng cao, đến từ các biện pháp phòng chống dịch bệnh, chữa bệnh, mua sắm các thiết bị y tế, xây dựng bệnh viện, chi cho các gói hỗ trợ tài chính trực tiếp, trợ cấp, bảo hiểm xã hội, chi cho các gói hỗ trợ chính sách tài khóa để giảm thiểu tác động của Covid-19. Do đó, các quốc gia phải đối mặt với khả năng thâm hụt ngân sách và mức nợ chính phủ tăng cao. Một bài toán hóc búa dành cho chính phủ là sẽ làm gì để bù đắp khoản thiếu hụt ngân sách trên, hệ lụy này có thể dẫn đến cuộc khủng hoảng nợ công hậu Covid-19.

**Hình 3: Mức biến động nợ công và cán cân tài khóa toàn cầu (% GDP)**



Nguồn: Nguyễn Khắc Quốc Bảo & cộng sự (2021), dữ liệu trích xuất từ IMF

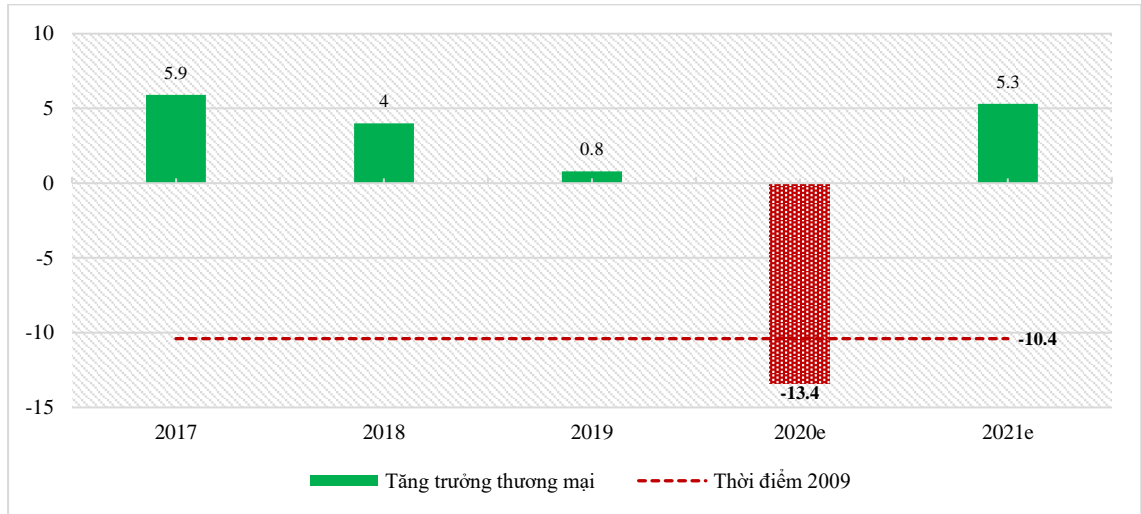
**Hình 4: Cán cân tài khóa ở một số quốc gia (% GDP)**



Nguồn: Nguyễn Khắc Quốc Bảo & cộng sự (2020), dữ liệu trích xuất từ IMF

### 3. Sự đứt gãy, tái cấu trúc trong các chuỗi cung ứng, chuỗi giá trị và sự "quay đầu" của các dòng vốn FDI

**Hình 5: Tăng trưởng thương mại toàn cầu (% so với cùng kỳ), 2017-2021**

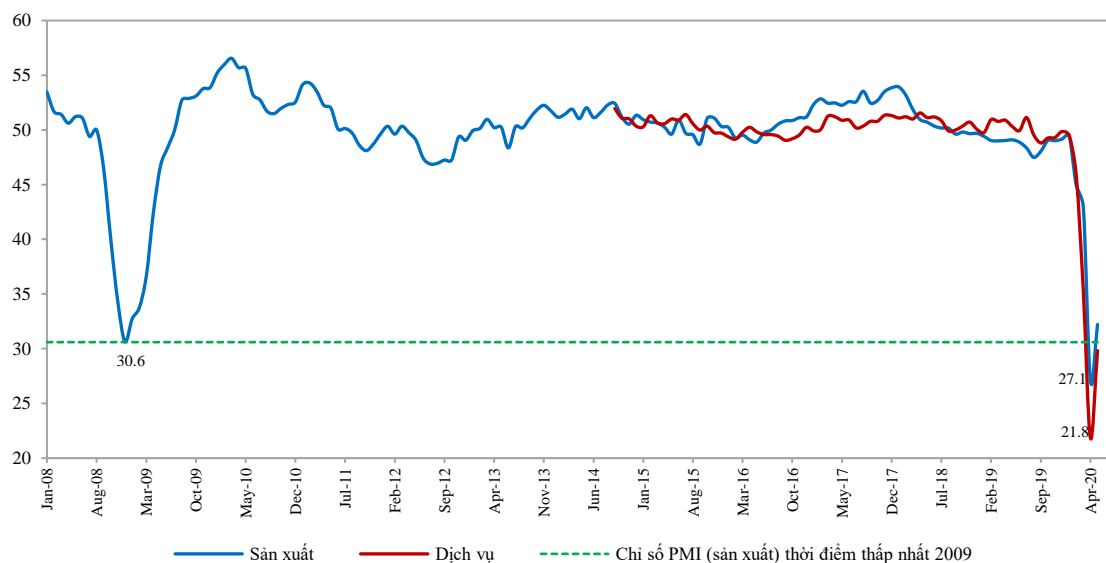


*Nguồn: Nguyễn Khắc Quốc Bảo & cộng sự (2021), dữ liệu trích xuất từ WB*

Các biện pháp phòng chống Covid-19 như đóng cửa biên giới, hạn chế xuất nhập cảnh đã có tác động không nhỏ đến hoạt động thương mại và chuỗi giá trị toàn cầu (Hình 5, 6 & 7), đặc biệt các đầu tàu của chuỗi cung ứng như Mỹ, Trung Quốc, Đức. Việc đứt gãy chuỗi cung ứng có thể làm tê liệt hoạt động sản xuất do thiếu nguyên vật liệu, thiếu lực lượng lao động, nhu cầu chi tiêu giảm, hệ thống và cách thức vận chuyển hạn chế, đây được xem như cú sốc cung của mỗi quốc gia.

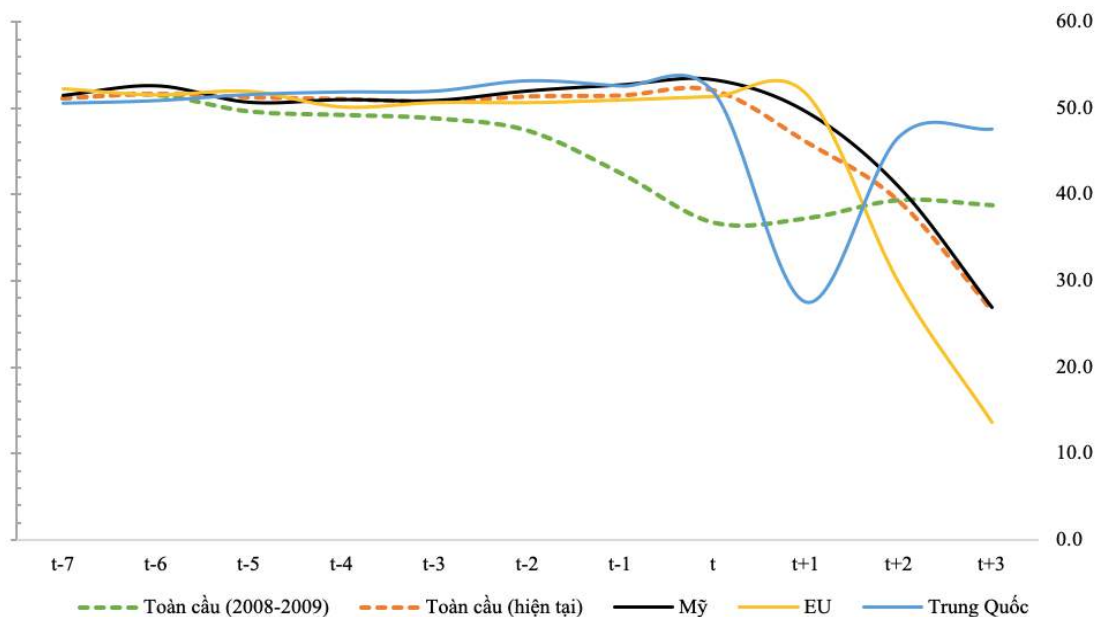
Tăng trưởng thương mại toàn cầu dự báo giảm 13,4%, đây là mức thấp nhất kể từ thời hậu Thế chiến II.

**Hình 6: Đơn đặt hàng xuất khẩu mới theo chỉ số quản lý thu mua PMI, T1.2008 - T5.2020**



Nguồn: Nguyễn Khắc Quốc Bảo & cộng sự (2021), dữ liệu trích xuất từ WTO

**Hình 7: Chỉ số quản lý thu mua PMI toàn cầu và một số quốc gia**



Nguồn: Nguyễn Khắc Quốc Bảo & cộng sự (2021), dữ liệu trích xuất từ WB  
Chú ý: t là thời điểm bắt đầu xảy ra sự kiện, tính theo đơn vị tháng; giá trị cơ sở là 50

**Hình 8: Biến động dự kiến trong dòng vốn FDI theo khu vực**



*Nguồn: Nguyễn Khắc Quốc Bảo & cộng sự (2021), dữ liệu trích xuất từ WB, IMF, IIF*

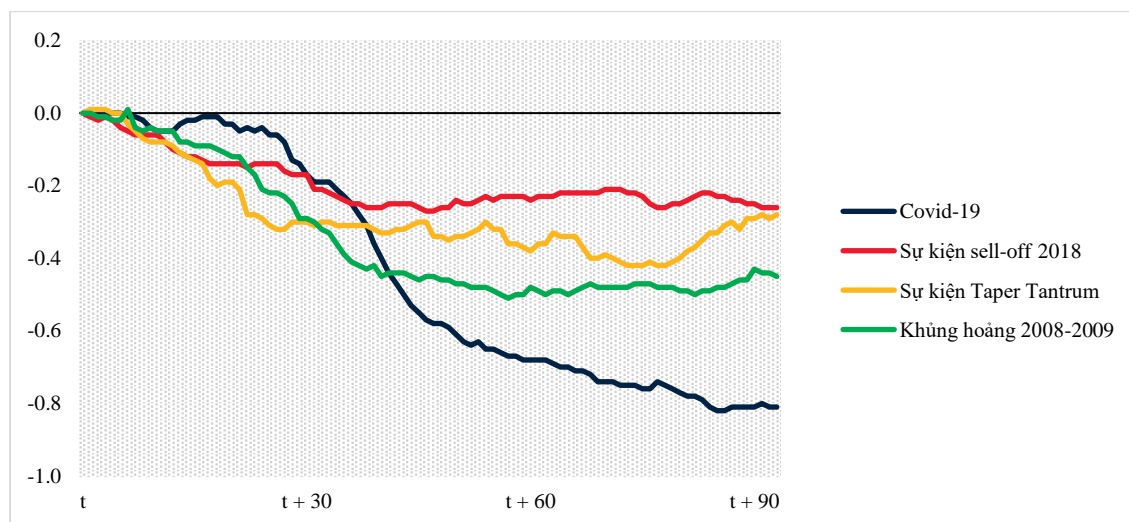
*Chú ý: EAP = East Asia and Pacific, ECA = Europe and Central Asia, LAC = Latin America and the Caribbean, MNA = Middle East and North Africa, SAR = South Asia, SSA = Sub-Saharan Africa.*

Sự dịch chuyển và đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu còn đến từ các hành động trừng phạt mang tính chất chính trị. Khi đó Trung Quốc trở thành mục tiêu đầu tiên bị hướng tới, các quốc gia như Mỹ và Nhật Bản (hỗ trợ 2,2 tỷ USD) đều có những chính sách hỗ trợ các công ty đang có cơ sở sản xuất tại Trung Quốc rút khỏi quốc gia này. Hành động này nhằm hạn chế sự phụ thuộc quá nhiều vào Trung Quốc (hành động tháo nút), khi nơi này là mắt xích lớn trong chuỗi cung ứng của thế giới.

Thực tế hiện nay, các ngành công nghiệp trên thế giới đang quá phụ thuộc vào Trung Quốc, như các nhóm ngành công nghiệp chế tạo ô tô, máy tính, điện tử, dệt may, dược. Cùng với đó, xuất hiện sự “quay đầu” dòng vốn FDI (Hình 8 & 9) cho thấy sự bi quan của các nhà đầu tư trước những bất ổn của thế giới, từ thương chiến Mỹ-Trung đến sự tàn phá của đại dịch Covid-19. Chủ nghĩa bảo hộ gia tăng, sự thoái trào của toàn cầu hóa và đứt gãy trong chuỗi cung ứng có thể được xem là những nguyên nhân chính. Việc dòng vốn FDI suy giảm cũng đã được UNTCTAD dự báo ở mức 20-30% trên toàn cầu.



**Hình 9: Biến động dòng vốn quốc tế thuộc khu vực EMDEs trước những cú sốc kinh tế toàn cầu (% GDP)**



*Nguồn: Nguyễn Khắc Quốc Bảo & cộng sự (2021), dữ liệu trích xuất từ WB*

*Chú ý: t là thời điểm bắt đầu xảy ra sự kiện, các giá trị 30, 60, 90 tính theo đơn vị ngày*

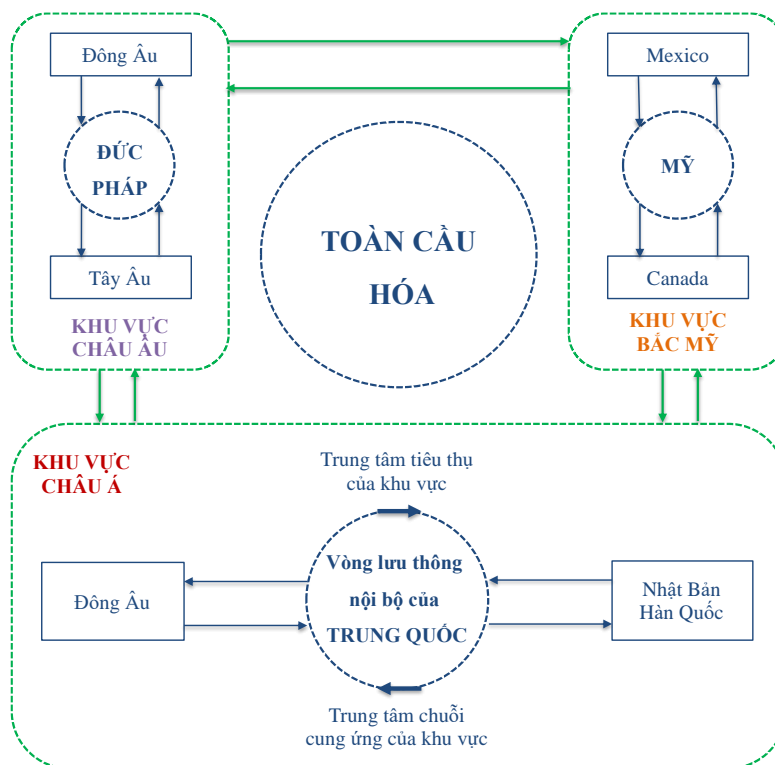
#### 4. Xu hướng kích cầu nội địa và phá vỡ toàn cầu hóa

Một số biện pháp chống dịch từ các nước trên thế giới thông qua hành động đóng cửa biên giới, có thể hiểu là nội bất xuất ngoại bất nhập, cho thấy tác động nghiêm trọng đến quá trình toàn cầu hóa và hội nhập quốc tế. Việc này đẩy các tổ chức và hiệp định thương mại tự do vào các tình thế thách thức mới để duy trì các cam kết đã thông qua. Đại dịch có thể dẫn đến sự thoái trào trong quá trình toàn cầu hóa, khi việc giao thương trở nên khó khăn hơn bao giờ hết, đặc biệt với các quốc gia có độ mở thương mại cao và hội nhập quốc tế sâu rộng như Việt Nam (thương mại trên GDP chiếm hơn 200%). Song song đó là dòng vốn luân chuyển quốc tế sẽ bị gián đoạn, chuỗi cung ứng bị thu hẹp, tiêu dùng trong nước phụ thuộc vào nội địa nhiều hơn, tâm lý bị quan trọng đầu tư.

Trong tình thế đó, sự đứt gãy chuỗi cung ứng làm cho mỗi quốc gia ưu tiên vào kinh tế nội địa nhiều hơn và chỉ tập trung phát huy các nguồn lực sản xuất sẵn có trong nước, thay vì chú trọng vào hợp tác quốc tế, dẫn đến sự suy yếu của toàn cầu hóa. Covid-19 chỉ làm trầm trọng và xúc tác nhanh hơn sự phá vỡ toàn cầu hóa, vốn dĩ đã tồn tại những bất ổn đến từ mâu thuẫn lợi ích giữa các quốc gia trong những năm gần đây, điển hình là thương chiến Mỹ-Trung, quá trình Brexit của Anh với EU, cũng như việc Mỹ rút khỏi Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP) vào tháng 1-2017, đồng thời xem xét lại Hiệp định Thương mại Tự do Bắc Mỹ (NAFTA). Tóm lại, hoàn cảnh "đèn nhà ai nấy sáng, thân ai nấy lo" sẽ

làm trỗi dậy chủ nghĩa bảo hộ, chủ nghĩa dân túy và khả năng khu vực hóa sẽ gia tăng trong thời gian tới. Hình 10 cho thấy có thể xuất hiện một kịch bản toàn cầu hóa mới.

**Hình 10: Toàn cầu hóa mới**



*Nguồn: Nguyễn Khắc Quốc Bảo & cộng sự (2021)*

## 5. Xu hướng thiết lập một trật tự thế giới mới hậu Covid-19

Trong bối cảnh đại dịch, một số quốc gia buộc phải tiến hành tái cấu trúc nền kinh tế, có thể dẫn đến sự thay đổi về mặt chính trị, đồng thời chủ nghĩa dân tộc, chủ nghĩa dân túy có khả năng trỗi dậy. Với tình hình đó, viễn cảnh một trật tự thế giới mới trong tương lai có thể được thiết lập thời hậu Covid-19. Điều này càng rõ ràng hơn khi xét trong bối cảnh thế giới vốn dĩ đã nhiều bất ổn, điển hình là thương chiến Mỹ-Trung vẫn chưa có dấu hiệu chấm dứt, đây là cuộc chiến cho vị thế ai sẽ cường quốc số 1 thế giới trong tương lai.

Vì thế, sự cấu trúc lại trong nền kinh tế toàn cầu sẽ là thời cơ Trung Quốc có thể tận dụng để rút ngắn khoảng cách với Mỹ, Nhật, Đức, Nga trên phương diện kinh tế lẫn chính trị. Sự so kè giữa Mỹ và Trung Quốc đã xuất hiện từ lâu và đỉnh điểm nhất là cuộc chiến tranh thương mại vào năm 2018. Trong bối cảnh nền kinh tế Mỹ đang phải gánh chịu sự tàn phá khủng khiếp từ Covid-19, Trung Quốc dường như đã bắt đầu khởi động các chính sách hồi phục và kích thích nền kinh tế. Trong nguy có cơ, Trung Quốc dường như đang

tận dụng thời cơ ngàn năm có một để thu hẹp khoảng cách với Mỹ, nền kinh tế số 1 toàn cầu, cũng như nới rộng khoảng cách với các quốc gia theo sau như Nhật Bản, Đức, Ấn Độ, từ đó nâng tầm vị thế với phần còn lại của thế giới. Kỷ nguyên hậu Covid-19 có thể sẽ dẫn đến trật tự quốc tế mới được thiết lập kể từ sau thời Thế chiến thứ II, thời điểm Mỹ đã có những thành công nhất định trong thiết lập vị thế.

Sự mâu thuẫn đã tồn tại khi đại dịch bùng phát, xuất phát từ Liên hiệp quốc (LHQ) đã không thể hiện mạnh mẽ vai trò thúc đẩy nỗ lực hợp tác giữa các quốc gia nhằm ứng phó với sự tàn phá của Covid-19. Việc này càng làm sự chia rẽ sâu sắc giữa các siêu cường như Trung Quốc và Mỹ thêm trầm trọng. Song song đó, sự phản ứng chưa kịp thời của Tổ chức Y tế Thế giới (WHO) cũng dẫn đến những tranh luận lớn về vai trò chống dịch của tổ chức này, thậm chí trở thành sản diễn chính trị giữa các nhóm quốc gia thân Mỹ và các quốc gia ủng hộ Trung Quốc. Đối với Mỹ, việc tăng cường hợp tác và giải quyết được các vấn đề nội bộ trong nước lẫn quốc tế là bài toán khó nhằm thiết lập trật tự quốc tế mới theo ý muốn.

Mỹ có thể nhìn vào bài học lịch sử khi đã xây dựng trật tự mới thời hậu Thế chiến thứ II (năm 1945) thành công, thay vì phải chấp nhận trật tự chủ nghĩa phát xít dẫn dắt thời hậu Thế chiến thứ I (năm 1919). Trong giai đoạn hiện nay, hành động đầu tiên Mỹ và các liên minh hướng đến là trừng phạt Trung Quốc, do nghi ngờ quốc gia này cố tình làm lây lan Covid-19, càng làm sự chia rẽ giữa các nước thêm trầm trọng hơn. Hơn bao giờ hết, Mỹ và Trung Quốc hãy cho thấy vai trò của mình trong việc tìm ra giải pháp để chấm dứt Covid-19, đặc biệt là quá trình tìm ra vaccine điều trị, thay vì sự đỏi co trên bàn cân chính trị hiện nay. Chấm dứt Covid-19 mới là những gì thế giới đang cần.

## **6. Khủng hoảng lương thực và nạn đói trên thế giới**

Vấn đề an ninh lương thực luôn được các quốc gia quan tâm, đặc biệt trong tình thế khó khăn lúc này. Covid-19 đã không chỉ gây ra mối nguy hại cho sức khỏe cộng đồng, tàn phá hệ thống kinh tế thế giới, còn tác động lớn đến sinh kế của nhóm người dân dễ bị tổn thương như nông dân, người có thu nhập thấp, người đang thất nghiệp. Vào thời điểm này, việc giải quyết khủng hoảng lương thực và nạn đói là vấn đề cấp bách phải xử lý, khi thế giới đang chứng kiến sự đổ vỡ trong chuỗi cung ứng lương thực toàn cầu do đại dịch Covid-19. Tổ chức Nông lương quốc tế (FAO), Quỹ nhi đồng quốc tế (UNICEF), Chương trình Lương thực quốc tế (WFP) và Tổ chức Y tế thế giới (WHO), đã thống kê có khoảng 690 triệu người trên toàn cầu lâm vào cảnh đói ăn (phần lớn đến từ châu Á).

Với tác động của đại dịch Covid-19, con số này có thể tăng thêm 132 triệu người, nâng tổng số lên 822 triệu người lâm vào cảnh đói, chiếm 10,6% tổng dân số toàn cầu, điển

hình như Nam Phi và Venezuela đã xuất hiện nạn đói trên diện rộng. Thậm chí ngay cả Mỹ, số liệu từ LHQ cho thấy nền kinh tế số 1 thế giới có khoảng 2% dân số không thể ăn như ý muốn, nghĩa là chỉ ăn theo chế độ tối thiểu để sống sót, tương tự tại Ấn Độ là 78%. Số liệu ước tính từ tổ chức Oxfam International dự báo đến cuối năm 2020 trên thế giới sẽ có khoảng 12.000 người chết mỗi ngày vì đói, nguyên nhân do ảnh hưởng của Covid-19. Các dự báo còn chỉ ra rằng số người chết vì đói do dịch bệnh gây ra có thể nhiều hơn số người thiệt mạng vì Covid-19.

Thông kê từ LHQ cũng minh chứng rằng lương thực trên toàn thế giới hiện này hoàn toàn đủ đáp ứng nhu cầu cơ bản của mỗi người dân. Điều này hàm ý trong khi một số quốc gia không thể tiếp cận với lương thực, thực phẩm, tại nhiều quốc gia khác lại đang dư thừa. FAO ước tính có khoảng 2 tỷ người trên thế giới không được tiếp cận với lương thực, thực phẩm cần thiết. Kết quả này càng làm rõ hơn sự bất bình đẳng trong xã hội hiện nay, khi “kẻ ăn không hết, người lần chẳng ra”.

## 7. Kết luận

Trước những tác động của đại dịch và các phản ứng chính sách từ các quốc gia trên thế giới, Việt Nam đã thực thi những quyết sách hợp lý mang tính thực dụng và tầm nhìn dài hạn cao, trong đó sức khỏe người dân vẫn là kim chỉ nam của những thiết kế chính sách. Correa và cộng sự (2020) cho rằng đại dịch là nguyên nhân chính gây ra suy thoái kinh tế, không phải do các biện pháp y tế công cộng, quốc gia nào kiểm soát dịch bệnh càng tốt khả năng phục hồi kinh tế trong trung, dài hạn càng cao. “Biết người biết ta trăm trận trăm thắng” rất phù hợp với bối cảnh hiện nay cũng như truyền thống của Việt Nam, khi nguồn lực về y tế và ngân sách có hạn, việc đưa ra các giải pháp phòng chống dịch mạnh dạn, kịp thời có lẽ là biện pháp tốt nhất để tránh sự đổ vỡ từ y tế đến kinh tế như trường hợp của Mỹ. Những giải pháp về kinh tế cũng được Chính phủ thực thi nhanh chóng, các chính sách tiền tệ và tài khóa được Chính phủ triển khai để hỗ trợ những nhóm đối tượng dễ tổn thương nhất. Hiện tại, các chính sách Việt Nam thực thi cho thấy tầm nhìn và khả năng phản ứng linh hoạt, việc này hàm ý sự chuẩn bị kỹ lưỡng từ giải pháp đến nguồn lực ngân sách.

“Trong nguy có cơ” có lẽ là câu nói phù hợp lúc này để tìm ra con đường thoát khỏi sự tàn phá của dịch bệnh, các giải pháp để giúp nền kinh tế chuyển mình, khẳng định vị thế với phần còn lại của thế giới, hoặc trở thành nền kinh tế có thu nhập cao như mục tiêu của Việt Nam vào năm 2045. Covid-19 có thể sẽ thúc đẩy quá trình cải cách nền kinh tế và thay đổi những động lực tăng trưởng trước đây. Diễn hình như động lực về thương mại của Việt Nam trước đây có lẽ đã bị ảnh hưởng nghiêm trọng bởi sự đứt gãy của chuỗi cung ứng toàn cầu, cũng như sự thoái trào của toàn cầu hóa. Bên cạnh đó là sự cải cách trong cách vận hành nền kinh tế, cũng như phát huy tối đa tiềm lực trong nước, thay vì phải phụ thuộc vào thương mại.

### Tài liệu tham khảo

- Asian Development Bank (2020). *ADB Covid-19 Policy Database*. Truy cập ngày 15/09/2020 từ <https://covid19policy.adb.org>.
- Asian Development Bank (2020). *An Updated Assessment of the Economic Impact of COVID-19 (May 2020)*. Metro Manila: ADB.
- Congressional Research Service (2020). *Global Economic Effects of COVID-19 (August 2020)*. Washington, DC: CRS.
- Felipe, J., & Fullwiler, S. (2020). ADB Covid-19 Policy Database: A Guide. *Asian Development Review*, 37(2), 1-20.
- International Monetary Fund (2020). *World Economic Outlook (June 2020)*. Washington, DC: IMF.
- Nguyễn Khắc Quốc Bảo & Tô Công Nguyên Bảo (2020). *Phản ứng chính sách của một số nước trên thế giới trong bối cảnh đại dịch Covid-19 và các tác động đến Việt Nam*. Tài liệu trình bày tại Diễn đàn “Tình hình kinh tế - xã hội Việt Nam 9 tháng năm 2020 và một số giải pháp”, do Ủy ban Kinh tế của Quốc hội và Văn phòng Quốc hội đồng tổ chức, tại Cần Thơ, ngày 24/09/2020.
- Peterson Institute For International Economics (PIIE) (2020). *US unemployment rate falls in August as many workers on temporary layoffs return to work*. Truy cập ngày 15/09/2020 từ <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/us-unemployment-rate-falls-august-many-workers-temporary>.
- World Bank (2020). *Global Economic Prospects (June 2020)*. Washington, DC: WB.
- World Health Organization (2020). *WHO Coronavirus Disease (COVID-19) Dashboard*. Truy cập ngày 30/09/2020 từ <https://covid19.who.int>.
- World Trade Organization (2020). *World Trade Statistical Review 2020*. Geneva: WTO.

### 3.

## CẤU TRÚC CỦA HỆ THỐNG TIỀN TỆ TOÀN CẦU

Lê Đạt Chí\*

Trần Thị Hải Lý\*

Đinh Thị Thu Hồng\*

### Tóm tắt

*Hệ thống tiền tệ toàn cầu đang có những thay đổi mạnh mẽ, thể hiện qua việc gia tăng hoạt động thương mại đa tiền tệ, những nền tảng công nghệ mới cho tiền mã hóa. Những điều này đang dần trở thành mối thách thức đối với hệ thống tiền tệ hiện hành, dưới sự thống trị của đồng USD (còn được gọi là hệ thống Petrodollar). Nhìn lại lịch sử hệ thống tiền tệ toàn cầu, theo thời gian một hệ thống tiền tệ sẽ được thay thế bởi hệ thống mới nhằm giải quyết những nút thắt hay sự kém hiệu quả của hệ thống hiện tại. Gần đây, các chuyên gia kinh tế đề cập tới ba lỗ hổng lớn của hệ thống Petrodollar, bao gồm thâm hụt thương mại của Mỹ dai dẳng, gây ra sự mất cân bằng một cách dài hạn; sự khuyến khích chủ nghĩa trọng thương, do đó kích thích các hành động thao túng tiền tệ của các đối tác thương mại; các tài sản và các khoản nợ ở các quốc gia bên ngoài nước Mỹ được định giá bằng đồng USD, đưa đến sự mạnh lên/yếu đi của USD, tương tự như sự thắt chặt/nới lỏng định lượng ở các quốc gia đó, đồng nghĩa với việc các quốc gia này mất đi tính độc lập trong chính sách tiền tệ của mình. Những lỗ hổng này đang bị thách thức từ chính bản thân chính sách tiền tệ và tài khóa của Mỹ giai đoạn hậu Covid, cũng như sự trỗi dậy của các nền kinh tế lớn. Chính vì vậy, có lẽ đã đến lúc thế giới cần hệ thống tiền tệ mới để có thể hạn chế tính không hiệu quả của hệ thống hiện tại thông qua cơ chế tự điều chỉnh hoặc phát triển hệ thống hoàn toàn mới thay thế khác. Theo quan điểm của chúng tôi, mặc dù chưa có dấu hiệu rõ ràng về sự sụp đổ của hệ thống hiện tại, nhưng đã có những thay đổi trong sự vận hành của hệ thống. Những thay đổi đó một mặt biểu hiện qua vai trò của đồng USD trong thương mại quốc tế, nhất là trong việc định giá năng lượng, đang được thay thế dần bằng những tiền tệ khác; mặt khác thể hiện ở sự chuyển*

\*Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: chitedn@ueh.edu.vn

*dịch trong vai trò của tiền tệ pháp định sang tiền mã hóa. Tiền mã hóa đang tạo ra những lợi ích tích cực nhất định trong thúc đẩy thương mại quốc tế, và cũng tạo ra những thách thức rất lớn trong vai trò quản lý tiền tệ của các ngân hàng trung ương.*

**Từ khóa:** Hệ thống tiền tệ, hệ thống Petrodollar, tiền mã hóa.

## 1. Giới thiệu

Lịch sử hệ thống tiền tệ toàn cầu luôn có những thay đổi khi hệ thống hiện tại gây ra những hỗn loạn kinh tế bên trong. Một hệ thống tiền tệ toàn cầu có thể tồn tại lâu dài nhưng không phải là vô hạn. Cùng với thời gian, khi trung tâm quyền lực toàn cầu thay đổi, khi các nút thắt và sự không hiệu quả trong hệ thống bộc lộ và gia tăng đến mức không bền vững, dẫn đến mức độ rối loạn ngày càng tăng, hệ thống hiện tại dần dần hoặc đột ngột được sắp xếp lại, hoặc bị thay thế bởi một hệ thống khác.

Thật thú vị yếu tố bên ngoài không phải là mối đe dọa cốt yếu đối với sự sụp đổ trật tự hiện có của hệ thống, mà là những lỗ hổng bên trong chính hệ thống đó, cùng với việc hệ thống không được kiểm soát hiệu quả. Cuối cùng, lỗ hổng và sự không hiệu quả đó tích lũy đủ lớn để có thể hạ gục hệ thống. Một khi điều đó xảy ra, cần có sự sắp xếp lại hệ thống tiền tệ toàn cầu bởi chế độ đã tạo dựng nên nó, hoặc bởi một chế độ mới thay thế.

Ngày nay, hệ thống tiền tệ toàn cầu vốn được thống trị bởi đồng USD thông qua chế độ tiền tệ Petrodollar do Mỹ kiểm soát đang bị thách thức. Trong đó, Trung Quốc và Nga đang là 2 quốc gia chính thách thức hệ thống hiện tại khi đang cố gắng tìm kiếm một thị phần trong thanh toán toàn cầu. Dữ liệu từ Ngân hàng Thanh toán quốc tế (BIS) và Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF), cho thấy tỷ trọng đồng USD trong hoạt động kinh tế toàn cầu vẫn ở mức 40-60%, không thay đổi kể từ năm 2018 đến nay, và mặc dù tỷ trọng đồng Yuan vẫn còn quá nhỏ bé trong hệ thống này. Tuy nhiên, xu hướng như thế sẽ khó có thể duy trì trong thời gian tới.

Nhờ việc kiểm soát hệ thống tiền tệ Petrodollar trong 5 thập niên qua, Mỹ đã sử dụng đồng USD như là công cụ để làm cho mình giữ vai trò là chính phủ độc tôn, để gây ảnh hưởng lên các nền kinh tế khác, và làm nghèo đói bộ phận dân số của các quốc gia... Điều này đang dẫn đến những lời kêu gọi ngày càng tăng về việc thay thế hệ thống tiền tệ quốc tế do đồng USD thống trị bằng một trật tự đa nguyên mới, dựa trên sự kết hợp của các loại tiền tệ bao gồm Euro, Sterling, Yen, Yuan và Ruble; thậm chí là loại tiền kỹ thuật số, trong bối cảnh xu hướng tiền tệ kỹ thuật số đang phát triển lớn mạnh.

Hệ thống tiền tệ kỹ thuật số đang được xây dựng trên 2 nền tảng công nghệ, tập trung và phi tập trung. Nền tảng công nghệ tập trung điển hình như tiền tệ kỹ thuật số nhân dân tệ của ngân hàng trung ương Trung Quốc. Nền tảng công nghệ phi tập trung như

Libra/Diem của Facebook. Giá trị tiền tệ kỹ thuật số hiện đã đạt trên 1,7 nghìn tỷ USD. Quan trọng hơn, điều tạo nên giá trị cho tiền kỹ thuật số lại chính là mạng lưới nó tạo ra.

Những chuyển biến này đưa đến câu hỏi lớn về hệ thống tiền tệ toàn cầu ngày nay và tương lai của nó. Bài viết này sẽ giúp làm rõ một phần câu hỏi này thông qua việc mô tả lại lịch sử của hệ thống tiền tệ toàn cầu, kể từ chế độ tiền tệ chính chức đầu tiên (chế độ bản vị vàng) ra đời, qua đó xem xét liệu hệ thống tiền tệ hiện tại đã gây ra những hỗn loạn bên trong nó đủ lớn để có thể bị tái cấu trúc, hay thay thế bởi một hệ thống mới khác tương tự như những gì đã từng xảy ra cho các chế độ tiền tệ trước đây hay chưa. Hoặc, hệ thống mới liệu có phải đã và đang hình thành để định hình lại hoạt động thương mại và đầu tư quốc tế.

Kết cấu của bài viết được cấu trúc như sau: phần 2, bài viết sẽ điếm lại lịch sử hệ thống tiền tệ toàn cầu. Sau đó bài viết sẽ đề cập đến những tồn tại của hệ thống tiền tệ hiện nay. Phần 3 sẽ phân tích sự xói mòn của hệ thống Petrodollar, và cuối cùng bài viết mở ra câu hỏi thảo luận mở là liệu hệ thống tiền tệ tiếp theo sẽ như thế nào?

## **2. Nhìn lại hệ thống tiền tệ toàn cầu**

Thay vì thương mại quốc tế và tỷ giá hối đoái vận hành dựa trên mớ hỗn độn, hệ thống tiền tệ ra đời giúp chúng vận hành theo cấu trúc nhất định. Trong lịch sử, hệ thống tiền tệ thế giới được xây dựng và thực thi bởi các cường quốc và thường tồn tại trong thời kỳ nhất định. Nói cách khác, ở bất kỳ thời điểm nào, một đế chế hoặc tập hợp các quốc gia hùng mạnh hợp tác với nhau để thiết lập trật tự toàn cầu dựa trên các quy tắc về cách thức hoạt động của thương mại quốc tế và cách thức định giá chúng.

Tuy nhiên, vốn dĩ luôn có thể xảy ra sự rối loạn kinh tế trong bất kỳ hệ thống nào khi trật tự của hệ thống trở nên hỗn loạn. Một hệ thống tiền tệ toàn cầu có thể tồn tại lâu dài, nhưng không vĩnh viễn. Theo thời gian, trung tâm quyền lực toàn cầu thay đổi, và các nút thắt hay sự không hoàn hảo trong hệ thống phát triển đến mức không bền vững, dẫn đến mức độ rối loạn ngày càng tăng. Trớ trêu thay, sự sụp đổ trật tự hiện có thường không phải do các mối đe dọa từ bên ngoài, mà do những lỗ hổng chính trong hệ thống không được kiểm soát, cuối cùng đã mở rộng đủ lớn để làm sụp đổ nó. Đến lúc đó hệ thống hiện hành dần dần hoặc đột ngột được sắp xếp lại thành hệ thống khác, hoặc hệ thống mới được phát triển để thay thế nó. Việc sắp xếp lại hoặc thay thế này được thực hiện hoặc bởi cùng một chế độ cầm quyền, hoặc bởi một chế độ mới thay thế. Điển hình, trong 80 thập niên vừa qua, thế giới đã đi từ hệ thống bản vị vàng, hệ thống Bretton Woods, đến hệ thống Petrodollar. Mỗi hệ thống bộc lộ những khiếm khuyết chủ yếu từ bên trong, không phải từ lực nào bên ngoài, và mỗi khi hệ thống này chuyển sang hệ thống khác, sự mất giá tiền tệ đáng kể và phổ biến đã xảy ra.



## 2.1. Bản vị vàng (trước năm 1944)

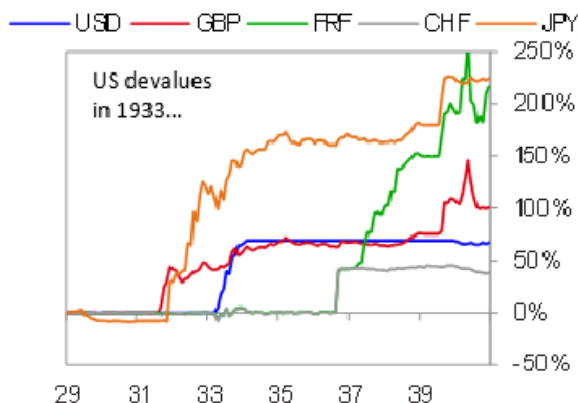
Trong phần lớn sự tồn tại của hoạt động kinh tế của con người, các nền kinh tế dựa trên hoạt động thương mại. Lông thú đã từng được dùng để đổi lấy hàng, dầu ô liu được dùng để đổi lấy gia vị, lao động đổi lấy bánh mì... Sau đó, với sự phát triển của hoạt động khai thác các kim loại quý như vàng và bạc, những kim loại này đã được coi là tiền. Với kim loại quý, con người ta có thể chuyển một loại hàng hóa cụ thể (như lông thú, dầu ô liu...) thành loại hàng hóa có tính phổ biến (như vàng và bạc - những vật chất có tính quý hiếm, tồn tại lâu dài và có thể được chia thành các đơn vị nhỏ đo lường được), để mua bất cứ thứ gì sau này khi người ta cần.

Từ đó, tiền giấy đã được bổ sung vào như là một công cụ thuận lợi hơn dựa trên lượng vàng cơ sở. Bản thân vàng có thể được giữ an toàn trong các hầm chứa, và các tờ giấy đại diện cho một phần vàng đó có thể được sử dụng để làm phương tiện trao đổi. Đôi khi những tờ tiền giấy này được phát hành bởi các ngân hàng tư nhân, nhưng thường chúng được phát hành bởi các chính phủ. Theo nghĩa này, các chính phủ sẽ phát hành tiền giấy được đảm bảo bằng vàng đang được cất giữ trong các kho tiền vàng của NHTW.

Từ thời điểm đó, nhân loại chứng kiến sự gia tăng các loại tiền dự trữ toàn cầu, đề cập đến các loại tiền giấy hoặc kim loại quý của các đế chế thương mại hoặc quân sự như đế chế La Mã, Hà Lan, Vương quốc Anh, Mỹ. Vào cuối những năm 1800 - đầu những năm 1900, Vương quốc Anh có loại tiền tệ được công nhận trên toàn cầu, tồn tại song song với hệ thống nhiều loại tiền tệ khác được đảm bảo bằng vàng.

Theo hệ thống bản vị vàng, khi một quốc gia bắt đầu liên tục nhập siêu thì vàng bị chảy vàng ra khỏi quốc gia và có nguy cơ trì trệ kinh tế trong nước. Tuy nhiên, cuối cùng trạng thái này thường sẽ tự điều chỉnh, bởi suy thoái kinh tế sẽ làm mất giá tiền tệ của họ, điều này sẽ làm xuất khẩu của nước đó trở nên cạnh tranh hơn và nhập khẩu đắt đỏ hơn, vì thế cán cân thương mại của họ được điều chỉnh lại. Vào cuối giai đoạn tồn tại của hệ thống này, tất cả quốc gia lớn đều phá giá mạnh đồng tiền của họ và thiết lập lại lượng vàng quy đổi. Hình 1 cho thấy sự phá giá tiền tệ mạnh mẽ bởi các quốc gia.

**Hình 1: Thay đổi trong giá trị của các đồng tiền tệ chủ yếu so với vàng (%) (cố định tại năm 1929)**



Nguồn: Bullionstar, “It’s Time to Look More Carefully at “Monetary Policy 3 (MP3)” and “Modern Monetary Theory (MMT)”, tại <https://www.linkedin.com/pulse/its-time-look-more-carefully-monetary-policy-3-mp3-modern-ray-dalio/>

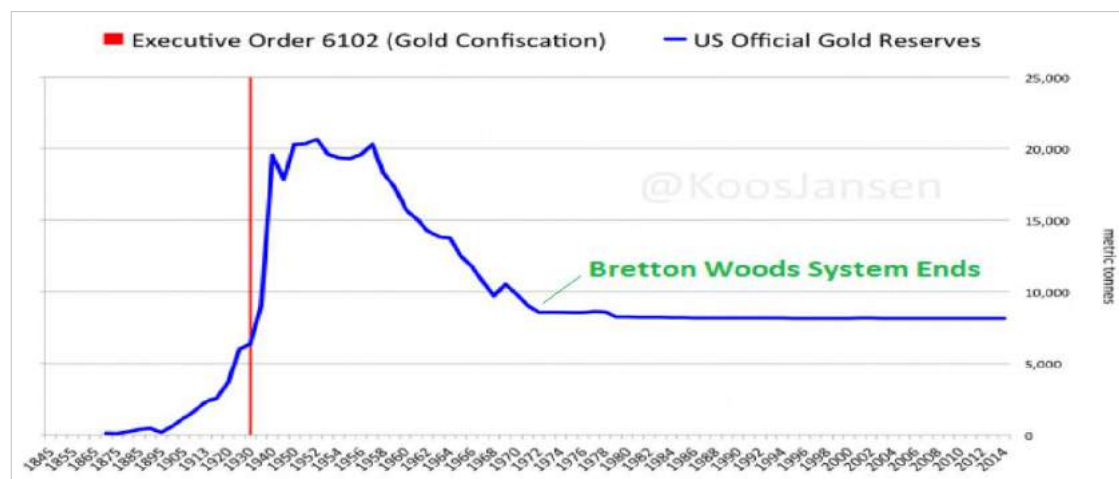
## 2.2. Hệ thống Bretton Woods (1944-1971)

Vào những năm 1930, chính phủ Mỹ đã coi việc sở hữu vàng là bất hợp pháp và buộc người dân phải bán vàng cho chính phủ. Đồng thời, Mỹ được hưởng lợi từ thặng dư thương mại sau 2 cuộc chiến tranh thế giới, qua đó giúp Mỹ gia tăng giá trị tài sản dự trữ. Trong khi đó, các nước đồng minh và các quốc gia bị chiến tranh chọn Mỹ như là nơi an toàn để lưu giữ vàng cho mình. Vào thời điểm đó, hệ thống Bretton Woods được thành lập. Hệ thống này hoạt động như sau: Mỹ bảo đảm cho đồng USD bằng vàng, và hàng loạt quốc gia khác cố định đồng tiền của họ theo đồng USD. Nhiều quốc gia nắm giữ trái phiếu Kho bạc Mỹ như là một dạng tài sản thế chấp dự trữ “tốt tương tự” như dự trữ vàng. Đồng USD không được (không cho phép) người dân Mỹ quy đổi thành vàng, nhưng lại được các chính phủ nước ngoài quy đổi thành vàng.

Với hệ thống Bretton Woods, Mỹ đã đạt được chốt chặn trong hệ thống tiền tệ toàn cầu. Các loại tiền tệ của các đế chế trước đây không có được lợi thế đó nên không thể là tiền tệ “dự trữ toàn cầu” thực sự, mà chỉ là loại tiền tệ “được công nhận rộng rãi và thống trị”.

Tuy nhiên, chỉ sau 1 thập niên (vào khoảng năm 1955), hệ thống Bretton Woods bắt đầu rạn nứt. Mỹ bắt đầu thâm hụt tài khóa lớn và trải qua mức lạm phát tăng nhẹ. Mỹ bắt đầu thấy dự trữ vàng của mình bị thu hẹp (Hình 2), khi các quốc gia khác bắt đầu nghi ngờ về sự đảm bảo của đồng USD, họ bắt đầu đổi USD để lấy lại vàng thay vì yên tâm nắm giữ USD.

Hình 2: Biểu đồ dự trữ vàng của Mỹ (tấn)



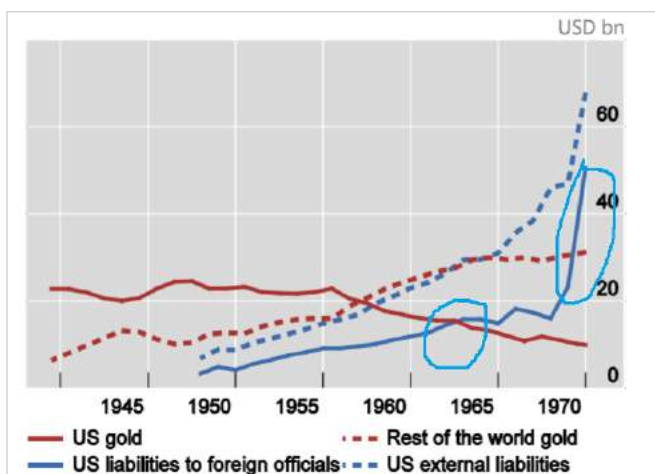
Nguồn: Bullionstar, tại <https://static.bullionstar.com/blogs/uploads/2015/02/US-Official-Gold-Reserves.png>

Trên thực tế, những con số trong Hình 3 cho thấy rằng ngay từ khi thành lập, hệ thống tiền tệ này đã có những biểu hiện của sự không ổn định. Mỹ tham gia hệ thống với lượng vàng nắm giữ lớn hơn nợ nước ngoài. Tuy nhiên, khoảng cách đó nhanh chóng bắt đầu thu hẹp trong vài năm đầu tiên.

Vào cuối những năm 1950, các khoản nợ phải trả bên ngoài của Mỹ đã vượt quá dự trữ vàng của họ. Vào giữa những năm 1960, tổng các khoản nợ bên ngoài của Mỹ phải trả cho các chính phủ nước ngoài đã vượt quá dự trữ vàng đang có, đây là điểm giao nhau (crossover point) thực sự khiến hệ thống trở nên rắc rối, và hệ thống này cuối cùng đã bị sụp đổ vào năm 1971.

Hệ thống có một lỗ hổng cơ bản không được giải quyết đã làm nó hoạt động không thực sự bền vững như khi nó được thiết kế. Không có cách nào để Mỹ có thể duy trì đủ lượng vàng đảm bảo cho tiền tệ của họ cho mục đích sử dụng trong nước, đồng thời đủ đảm bảo cho mở rộng sử dụng trên phạm vi toàn cầu. Robert Triffin (1959, 1960), đã cảnh báo vấn đề này trước Quốc hội và chính giới kinh doanh, gọi là tình thế tiến thoái lưỡng nan của Triffin. Triffin chỉ ra rằng, các quốc gia mà tiền tệ của họ đóng vai trò dự trữ toàn cầu, phần còn lại của thế giới muốn nắm giữ tiền tệ đó, do đó quốc gia có tiền tệ dự trữ phải sẵn sàng cung ứng ra toàn cầu lượng tiền lớn để đáp ứng nhu cầu dự trữ ngoại hối, dẫn đến cán cân thương của quốc gia có tiền tệ dự trữ toàn cầu bị thâm hụt dai dẳng.

**Hình 3: Những khoản nợ phải trả đối với các tổ chức nước ngoài và dự trữ vàng của Mỹ (tỷ USD), 1944-1971**



Nguồn: “Triffin: dilemma or myth?”, BIS Working Papers No 684, tại <https://www.bis.org/publ/work684.pdf>

John Keynes (1943) cũng đã nhìn thấy vấn đề trước khi nó xảy ra và đề xuất một hệ thống thay thế gọi là Bancor. Đây là hệ thống vốn dĩ cân bằng hơn, với cơ chế dàn xếp trung lập thay vì tập trung mọi thứ vào đơn vị tiền tệ của một quốc gia duy nhất. Tuy nhiên, hệ thống Bretton Woods đã thắng thế. Ý tưởng Bancor chỉ được IMF thực thi sau đó, vào năm 1969, gọi là SDR (Special Drawing Rights).

Cuối cùng, vào năm 1971 Tổng thống Nixon đã chấm dứt khả năng chuyển đổi của USD sang vàng, do đó kết thúc hệ thống Bretton Woods. Tất cả loại tiền tệ chính, bao gồm đồng USD, đã bị mất giá nghiêm trọng so với vàng.

### 2.3. Hệ thống Petrodollar (từ năm 1974-nay)

Bắt đầu từ năm 1971, sau khi hệ thống Bretton Woods bị phá vỡ, các loại tiền tệ trên thế giới đều trở thành tiền tệ pháp định, và hệ thống tiền tệ toàn cầu trở nên ít trật tự hơn. Tiền tệ pháp định là hệ thống tiền tệ, theo đó bản thân tiền tệ không có giá trị nội tại, chỉ là tờ giấy, đồng xu kim loại rẻ, hoặc các bit thông tin kỹ thuật số. Vậy tại sao chúng lại có giá trị? Câu trả lời là bởi đơn giản chính phủ tuyên bố nó có giá trị (như thể hiện bởi tên gọi của nó - tiền pháp định) và nó là tiền tệ được yêu cầu sử dụng trong hoạt động thanh toán, bao gồm cả trong việc nộp thuế.

Một loại tiền pháp định có thể gặp phải các vấn đề khi cố gắng sử dụng nó ở bên ngoài biên giới quốc gia phát hành. Tại sao các doanh nghiệp và chính phủ các nước chấp nhận các mẫu giấy do chính phủ nước ngoài phát hành mà phía phát hành có thể in thêm liên tục, nhưng không có bất kỳ sự đảm bảo nào để làm phương tiện thanh toán cho hàng hóa và

dịch vụ có giá trị của họ? Nếu không có sự đảm bảo thực sự, nó có giá trị gì? Tại sao bạn lại bán dầu cho người nước ngoài để nhận về những tờ giấy không có gì làm đảm bảo?

Vào đầu những năm 1970, đã có nhiều cuộc xung đột địa chính trị, phải kể đến như chiến tranh Yom Kippur và lệnh cấm vận dầu mỏ của OPEC. Tuy nhiên, vào năm 1974 Mỹ và Saudi Arabia đã đạt được thỏa thuận (Nakhleh, 1975), từ đó hệ thống Petrodollar ra đời. Đây được xem là cách thông minh để làm hệ thống tiền tệ pháp định toàn cầu hoạt động trật tự và hiệu quả hơn.

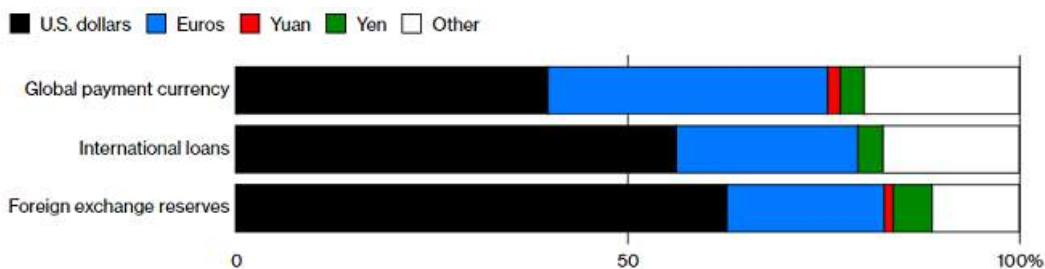
Với hệ thống Petrodollar, Saudi Arabia (và các nước khác trong khối OPEC) định giá và bán dầu của họ bằng đồng USD, đổi lại họ nhận được sự bảo hộ và hợp tác của Mỹ (Nunan, 2004). Bất kỳ quốc gia nào muốn có dầu, quốc gia đó cần có khả năng kiếm được USD để thanh toán. Vì vậy, dù đồng USD hoàn toàn là tờ giấy ngoại lai, nhưng các nước không sản xuất dầu cũng phải bán nhiều mặt hàng xuất khẩu của họ bằng USD để có thể có đủ USD mua dầu từ các nước sản xuất dầu. Tất cả quốc gia này cũng đều tích trữ USD dư thừa làm dự trữ ngoại hối, đồng thời đầu tư dự trữ vào trái phiếu Kho bạc Mỹ để kiếm một số tiền lãi.

Đổi lại, Mỹ sử dụng lực lượng hải quân của mình để bảo vệ các tuyến đường vận chuyển toàn cầu, bảo tồn nguyên trạng địa chính trị bằng các hành động quân sự hoặc đe dọa khi cần thiết. Ngoài ra, về cơ bản, Mỹ phải thâm hụt thương mại dai dẳng với phần còn lại của thế giới, để có đủ USD đưa vào hệ thống quốc tế. Tuy nhiên, nhiều USD trong số đó được quay lại để mua trái phiếu Kho bạc Mỹ và được lưu trữ dưới dạng dự trữ ngoại hối. Có nghĩa phần lớn thâm hụt ngân sách liên bang được tài trợ bởi các chính phủ nước ngoài, trong khi các quốc gia phát triển khác lại chủ yếu dựa vào tài trợ trong nước.

Điều này dẫn đến khối lượng thương mại toàn cầu tính bằng USD không cân xứng so với quy mô của nền kinh tế Mỹ, nghĩa là đồng USD được đảm bảo bằng dầu nhưng không được neo vào dầu theo một tỷ lệ xác định.

Hình 4 cho thấy, dù Mỹ chỉ đại diện cho khoảng 11% thương mại và 24% GDP toàn cầu vào đầu năm 2018, tỷ trọng của đồng USD trong hoạt động kinh tế toàn cầu cao hơn nhiều, ở mức 40-60% tùy thuộc việc nó được dùng cho thanh toán quốc tế, các khoản vay quốc tế, hay dự trữ ngoại hối. Và khoảng chênh lệch này thể hiện vị thế của đồng USD như là tiền tệ dự trữ toàn cầu và là tiền tệ quan trọng để định giá năng lượng toàn cầu.

**Hình 4: Vị thế của đồng USD trong thương mại và dự trữ quốc tế (%)**



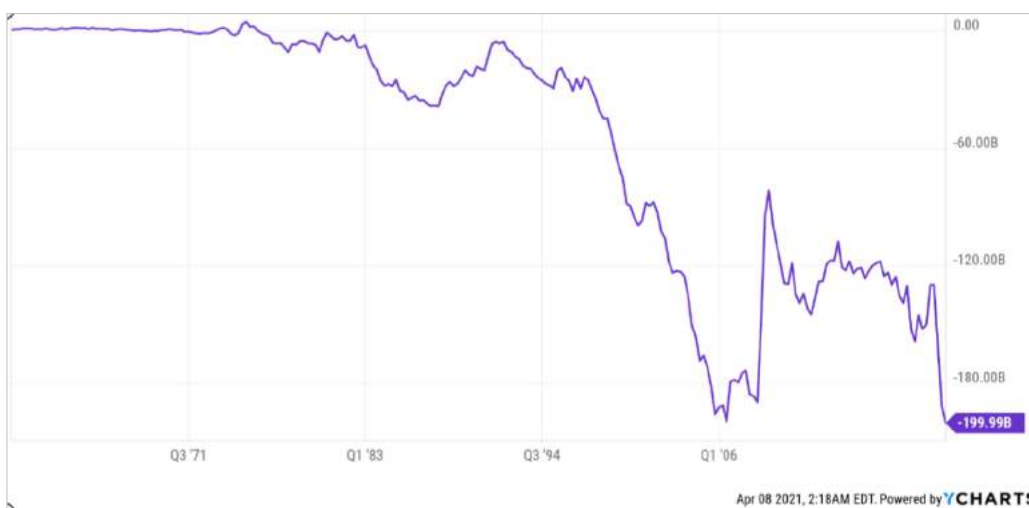
Nguồn: Bloomberg, Data: Bank for International Settlements, International Monetary Fund, Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, and European Central Bank calculations.

### 3. Những tồn tại của hệ thống tiền tệ toàn cầu hiện nay

#### 3.1. Gây ra sự thâm hụt thương mại dai dẳng của Mỹ

Lỗi hỏng cố hữu của hệ thống Petrodollar cũng giống như lỗi hỏng cố hữu của hệ thống Bretton Woods, Mỹ phải duy trì thâm hụt thương mại dai dẳng (Hình 5), đặc biệt mức độ thâm hụt thương mại 2 thập niên vừa qua của Mỹ rất lớn. Tuy nhiên, thâm hụt thương mại Mỹ không thể kéo dài mãi mãi, nói cách khác nó có thể tồn tại trong nhiều thập niên nhưng không thể kéo dài vô hạn.

**Hình 5: Thâm hụt thương mại của Mỹ từ sau sự ra đời của hệ thống Petrodollar (tỷ USD)**



Nguồn: US balance on goods and services (quarterly).

[https://ycharts.com/indicators/us\\_balance\\_on\\_goods\\_and\\_services\\_quarterly](https://ycharts.com/indicators/us_balance_on_goods_and_services_quarterly)

Về mặt lý thuyết, khi một quốc gia thâm hụt thương mại, họ phải phá giá tiền tệ đủ lớn để hàng hóa xuất khẩu trở nên cạnh tranh hơn và hàng nhập khẩu trở nên đắt hơn. Tuy nhiên, do hệ thống Petrodollar tạo ra nhu cầu quốc tế liên tục cao đối với đồng USD,

khiến thâm hụt thương mại của Mỹ không bao giờ được điều chỉnh và tự cân bằng. Thâm hụt thương mại duy trì liên tục bởi cấu trúc của hệ thống tiền tệ toàn cầu, điều này tạo ra sự mất cân bằng vĩnh viễn, và cuối cùng sau thời gian đủ dài, đã làm xói mòn hệ thống (Charlotte and Larry, 2003).

Trong khi đó, cũng chính thâm hụt thương mại của Mỹ đã mang lại lợi ích từ thặng dư thương mại cho nhiều quốc gia. Nhật Bản thặng dư thương mại trong suốt thập niên 1980 và 1990. Đức cũng thặng dư thương mại trong giai đoạn cuối thập niên 1990 và thập niên 2000, nhất là khi đồng Euro ra đời thặng dư thương mại của Đức càng gia tăng. Cuối thập niên 2000 và 2010, Trung Quốc cũng đạt được thặng dư thương mại lớn. Những quốc gia có thặng dư thương mại trực tiếp hoặc gián tiếp từ Mỹ đã có được cơ hội để quốc tế hóa tiền giấy của họ. Nhật Bản sử dụng lượng dự trữ ngoại hối từ đồng USD để nâng đỡ cho đồng Yên trong việc gia nhập danh sách các loại tiền tệ thanh toán quốc tế. Trong khi đó, Đức dùng dự trữ ngoại hối từ đồng USD để đầu tư và cho vay đối với các quốc gia châu Âu. Qua đó Đức trở thành quốc gia có ảnh hưởng nhất trong khối này. Trung Quốc sau gần 10 năm thặng dư thương mại, đã sử dụng lượng dự trữ ngoại hối để cho vay nhằm xây dựng nên con đường tơ lụa như là một trong những cách thức để Trung Quốc chi phối các quốc gia khác.

Mục đích của các quốc gia khi thặng dư thương mại đều muốn quốc tế hóa đồng tiền của mình. Vấn đề là, các đồng tiền này cũng dựa trên lượng dự trữ có được từ đồng USD. Nghĩa là USD vẫn là đồng tiền đảm bảo cho một đồng tiền khác thực hiện việc quốc tế hóa tiền tệ và tham gia hệ thống tiền tệ toàn cầu.

### **3.2. Tạo động cơ thao túng tiền tệ ở các quốc gia khác**

Một lỗ hổng khác trong hệ thống Petrodollar là hệ thống này khuyến khích chủ nghĩa trọng thương. Điều này có nghĩa hệ thống tiền tệ này khuyến khích các đối tác thương mại khác nhau tối đa hóa xuất khẩu, trong khi đó giảm thiểu nhập khẩu bằng cách thao túng tiền tệ của họ đến mức đủ yếu. Do tiền tệ các quốc gia với chế độ tỷ giá hối đoái thả nổi, nhiều quốc gia cố gắng giữ cho đồng tiền của mình yếu đi, để họ có được cán cân thương mại dương với Mỹ và các đối tác thương mại khác. Dĩ nhiên, họ không muốn đồng tiền của mình yếu đến mức công dân của họ không thể nhập khẩu hàng hóa, nhưng họ muốn đồng tiền của mình đủ yếu để xuất khẩu của quốc gia mình có tính cạnh tranh và sức nhập khẩu không mạnh, qua đó có thể điều chỉnh thặng dư thương mại. Điều này cho phép một quốc gia nhanh chóng xây dựng ngành sản xuất công nghiệp, tích lũy USD và dự trữ ngoại hối. Với tư cách là đơn vị tiền tệ dự trữ toàn cầu, Mỹ về cơ bản đã bị loại khỏi tùy chọn này, với cán cân thương mại bị thâm hụt dai dẳng (Hình 5).

Bởi vì tỷ giá hối đoái được thả nổi tự do kể từ năm 1971 trong hệ thống đồng USD, đồng tiền này có thể mạnh lên hoặc suy yếu so với các đồng tiền khác một cách đáng kể và các cặp tiền tệ khác có thể mạnh hoặc suy yếu so với nhau. Đồng USD thực sự đã có 2 lần giảm giá mạnh đến 40% so với một rổ các loại tiền tệ chính khác trong hệ thống tiền tệ hiện tại, tuy nhiên việc sụt giảm này vẫn không làm mất vai trò tiền tệ dự trữ toàn cầu. Là một đồng USD giảm giá trong hệ thống Petrodollar không có nghĩa là sự kết thúc của một hệ thống tiền tệ. Hình 6 cho thấy chỉ số USD từ đầu những năm 1970 khi hệ thống Petrodollar bắt đầu. Biểu đồ đang hiển thị 3 chu kỳ chính mà chỉ số USD đã trải qua.

**Hình 6: Diễn biến chỉ số đồng USD so với rổ tiền tệ tham gia hệ thống tiền tệ toàn cầu**



Nguồn: StockCharts.com

### 3.3. Làm giảm tính độc lập chính sách tiền tệ của các quốc gia

Vấn đề thứ 3 là hệ thống tiền tệ ngày nay đã tác động đến tính độc lập tiền tệ của các nước, khi gần như toàn hệ thống đã neo chặt vào đồng USD (có khoảng 40 nghìn tỷ USD các khoản nợ định danh bằng đồng tiền này). Các chính phủ và tổ chức ngoài nước Mỹ cũng có khoản nợ bằng USD trị giá 13 nghìn tỷ, và cũng có nhiều tài sản định danh bằng đồng USD trị giá 42 nghìn tỷ (số liệu từ BIS, IMF và US BEA). Các khoản nợ và tài sản này được tích tụ trong nhiều thập niên do các quốc gia này thặng dư thương mại với Mỹ. Các khoản nợ định danh bằng đồng USD thể hiện cho nhu cầu ổn định về nguồn USD để thanh toán. Do vậy, khi xảy ra suy thoái kinh tế, hoặc khi thương mại toàn cầu bằng đồng USD chậm lại, có khả năng xảy ra một sự thiếu hụt đồng USD bên ngoài Mỹ. Điều này xảy ra vào tháng 3-2020 khi đại dịch Covid-19 làm giảm mạnh thương mại toàn cầu và sự sụt giảm của giá dầu. Như vậy, đồng USD được đảm bảo bởi cả dầu, thương mại và các khoản nợ bằng USD, và đó là một hiệu ứng mạng lưới củng cố cho nhau một cách mạnh mẽ.



Khi đồng USD mạnh tương đối so với đồng nội tệ ở các thị trường mới nổi, nó sẽ đóng vai trò như là một dạng thắt chặt định lượng đối với quốc gia đó, vì các khoản nợ định danh bằng đồng USD tính trên tiền tệ của của quốc gia đó sẽ tăng so với tài sản và dòng tiền của họ, điều này có thể vô cùng nghiêm trọng trong các giai đoạn suy thoái kinh tế. Ngược lại, khi đồng USD yếu, nó sẽ đóng vai trò như là một dạng nới lỏng định lượng. Điều này tạo nên sự lệ thuộc trong chính sách tiền tệ của các quốc gia vào Mỹ.

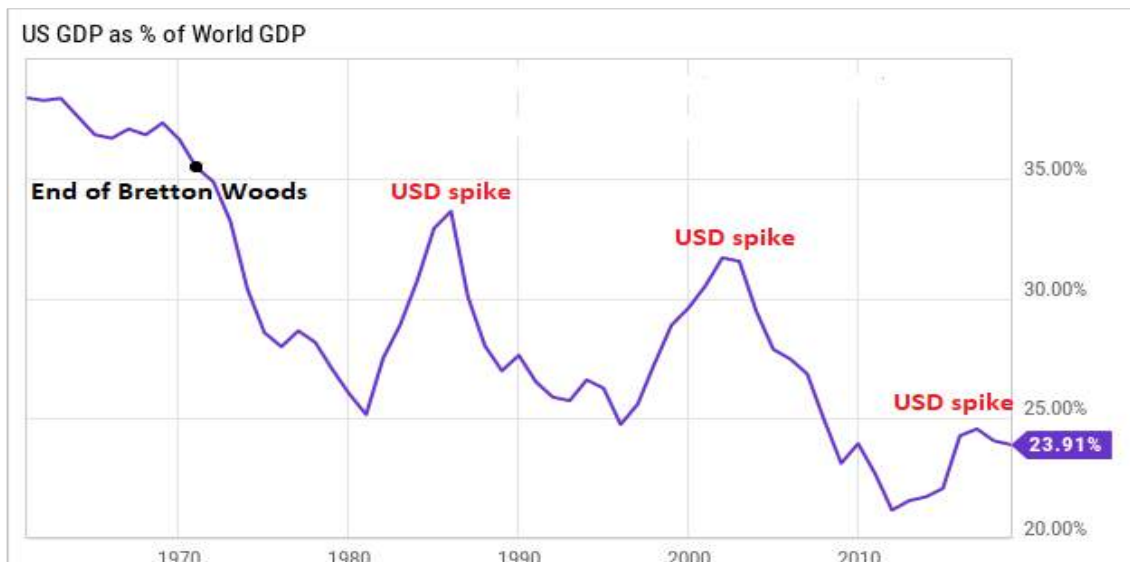
#### 4. Sự xói mòn của hệ thống Petrodollar

Vai trò của đồng USD của hệ thống Petrodollar hiện tại đối mặt với sự suy giảm trong vai trò tiền tệ dự trữ toàn cầu.

##### 4.1. Thu hẹp tỷ trọng GDP toàn cầu của Mỹ

Sau Thế chiến II, Mỹ chiếm hơn 40% GDP toàn cầu. Vào thời điểm hệ thống Bretton woods kết thúc và hệ thống Petrodollar bắt đầu, Mỹ vẫn chiếm 35% GDP toàn cầu. Kể từ đó, GDP của Mỹ đã giảm xuống chỉ còn 20-25% GDP toàn cầu (Hình 7).

**Hình 7: Tỷ trọng GDP của Mỹ so với toàn cầu (%)**



Nguồn: US GDP as % of World GDP, tại

[https://ycharts.com/indicators/us\\_gdp\\_as\\_a\\_percentage\\_of\\_world\\_gdp](https://ycharts.com/indicators/us_gdp_as_a_percentage_of_world_gdp)

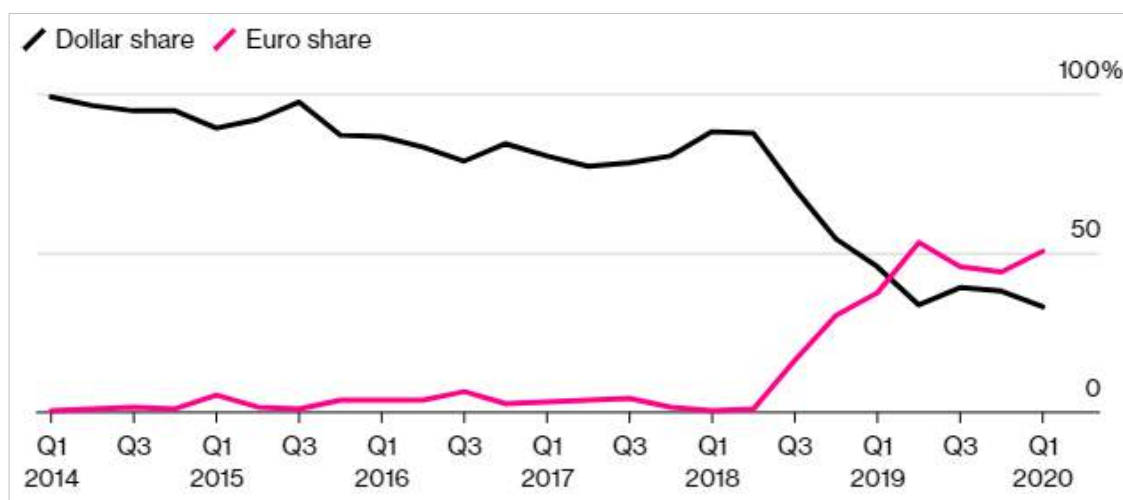
Đó là GDP danh nghĩa (tức được định giá bằng USD), vì vậy nó được gắn một phần với sức mạnh của đồng USD. Nếu đồng USD có chu kỳ giảm khác, con số này có thể giảm xuống còn 20%. Và dựa trên sức mua tương đương, Mỹ chỉ chiếm 15% GDP toàn cầu. Điều đó vẫn khá tốt đối với một quốc gia có 4% dân số thế giới, nhưng thực sự không đủ để duy trì hệ thống đồng Petrodollar vô thời hạn.

Thị trường năng lượng toàn cầu, và rộng hơn là thương mại quốc tế, hiện quá lớn để được định giá chủ yếu bằng tiền tệ của duy nhất một quốc gia, nhất là quốc gia chiếm tỷ trọng nhỏ trong GDP toàn cầu. Hãy tưởng tượng nếu cả thế giới cố gắng định giá năng lượng chỉ bằng franc Thụy Sĩ, đơn giản sẽ không đủ lượng tiền này để làm được việc đó. Hệ thống Petrodollar tất nhiên không phải ở thái cực này, vì Mỹ lớn hơn nhiều so với Thụy Sĩ. Nhưng vấn đề là khi nền kinh tế Mỹ chiếm tỷ trọng ngày càng nhỏ trong GDP toàn cầu theo thời gian, việc cung cấp đủ USD cho cả thế giới định giá toàn bộ năng lượng bằng USD càng trở nên không thể.

Không có quốc gia hoặc nhóm tiền tệ nào đủ lớn để làm điều đó một mình. Không phải Mỹ, không phải Trung Quốc, không phải Liên minh châu Âu và cũng không thể là Nhật Bản. Mỹ đã có thể làm được điều đó trong nhiều thập niên sau hậu quả của Chiến tranh thế giới thứ 2. Tuy nhiên, khi thế giới ngày càng phát triển và trở nên đa cực hơn theo thời gian, không có quốc gia riêng lẻ nào đại diện cho tỷ trọng độc quyền trong GDP toàn cầu như Mỹ từng làm, bản thân hệ thống tiền tệ toàn cầu cũng đòi hỏi sự phân quyền nhiều hơn để hoạt động hiệu quả.

#### 4.2. Thương mại quốc tế đa tiền tệ

**Hình 8: Ngày nay, Trung Quốc trả cho xuất khẩu Nga nhiều Euro hơn USD**

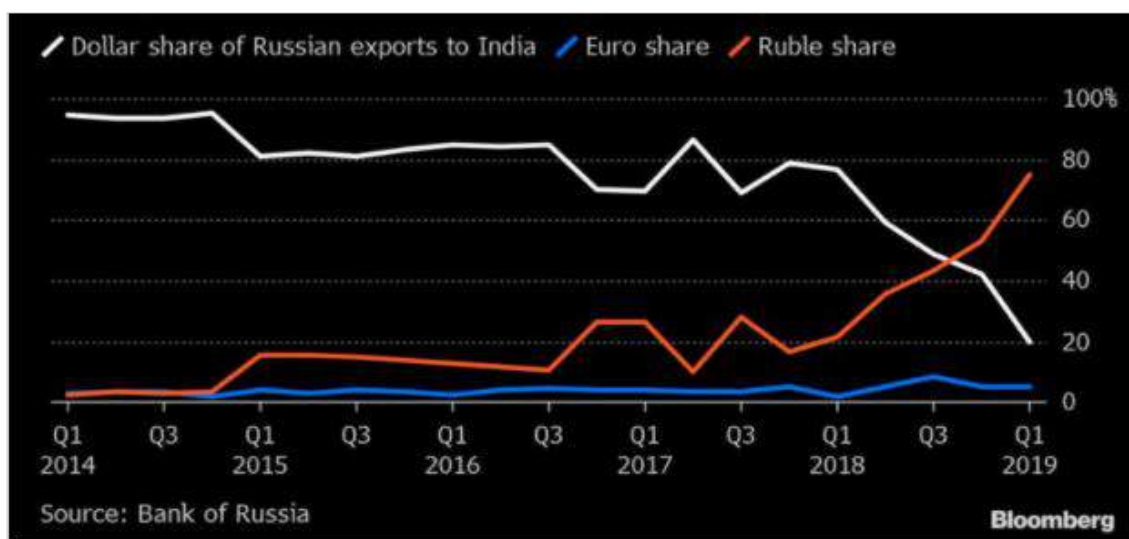


Nguồn: Ngân hàng trung ương Nga

Sáu năm trước, xuất khẩu của Nga sang Trung Quốc dựa trên 98% là bằng USD. Tính đến đầu năm 2020, tỷ lệ này chỉ 33% dựa trên USD, 50% dựa trên Euro và 17% bằng tiền tệ của chính họ. Và quan trọng, hàng hóa xuất khẩu của Nga chủ yếu dựa vào năng lượng và hàng hóa, vốn là trọng tâm của hệ thống Petrodollar.

Tương tự, xuất khẩu của Nga sang Châu Âu cũng ngày càng tăng cường sử dụng đồng Euro. 6 năm trước, xuất khẩu của Nga sang châu Âu có 69% tính theo đồng USD và 18% tính theo đồng Euro. Giờ đây, họ dựa trên 44% USD và 43% Euro. Đó cũng là lý do Mỹ luôn phản đối và gây trở ngại cho dự án Nord Stream 2. Thêm vào đó, vào năm 2019 Nga cũng đã đạt được kết quả tương tự với Ấn Độ, theo đó Ấn Độ đồng ý không sử dụng đồng USD trong các thỏa thuận quốc phòng khổng lồ với Nga, đưa đến một sự sụt giảm đáng kể. Xuất khẩu của Nga sang Ấn Độ bằng USD chỉ còn chiếm 20% so với mức gần như tuyệt đối trong những năm trước đó.

**Hình 9: Tỷ phần USD, EURO và RUBLE trong hoạt động xuất khẩu Nga - Ấn Độ**



Nguồn: Ngân hàng trung ương Nga

Tuy nhiên, khi các cường quốc lớn như Trung Quốc, Nga và Ấn Độ bắt đầu định giá những thứ bên ngoài hệ thống dựa vào đồng USD và sử dụng tiền tệ của họ cho thương mại, bao gồm cả năng lượng trong một số trường hợp, Mỹ không thể can thiệp quân sự, thay vào đó chỉ có thể can thiệp thông qua các biện pháp trừng phạt, hoặc tranh chấp thương mại, hoặc các hình thức gây áp lực địa chính trị khác.

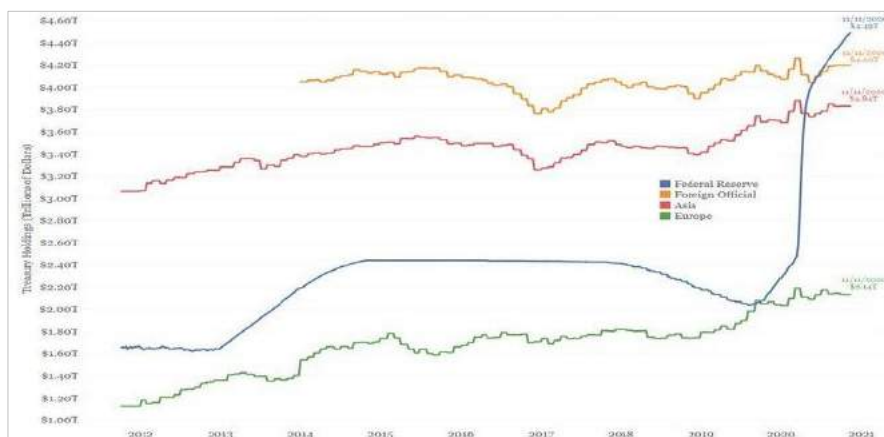
Gần đây nhất có lẽ phải kể đến các lần đe dọa trừng phạt của Mỹ đối với các công ty liên quan đến đường ống Nord Stream 2 từ Nga đến Đức. Nếu đường ống này được hoàn thành, nó sẽ củng cố hệ thống cung cấp khí đốt của Nga sang châu Âu. Cơ quan hành pháp lẫn cơ quan lập pháp của Mỹ dường như rất khá chú tâm vào dự án này. Một thí dụ điển hình khác là lệnh trừng phạt của Mỹ đối với Iran, trong khi châu Âu, Ấn Độ và Trung Quốc đều có quan hệ thương mại với Iran, và các quốc gia này đều là những nhà nhập khẩu năng lượng lớn, trong khi Iran là nhà sản xuất năng lượng.

Châu Âu đã tạo ra INSTEX (The Instrument in Support of Trade Exchanges) vào năm 2019, một phương tiện chuyên dụng để tránh các lệnh trừng phạt của Mỹ đối với Iran. Phương tiện này tạo điều kiện thuận lợi hơn cho hoạt động giao dịch bên ngoài hệ thống SWIFT (The Society of Worldwide Interbank Financial Telecommunication) và bên ngoài hệ thống USD. INSTEX đã được thử nghiệm thành công, nhưng chưa được sử dụng. Tương tự, Ấn Độ từ lâu đã có quan hệ thương mại với Iran, bất chấp 2 quốc gia này có sự khác biệt về tôn giáo/văn hóa, điều thường gây ra các vấn đề giữa Ấn Độ và nước láng giềng Pakistan và tranh chấp lãnh thổ ở Kashmir. Tuy nhiên, quan hệ đối tác thương mại Iran-Ấn Độ đã bị hạn chế vào năm 2020 do sự kết hợp của các biện pháp trừng phạt của Mỹ và sự bùng phát của COVID-19. Trung Quốc cũng có một số quan hệ đối tác năng lượng chiến lược và các thỏa thuận thương mại với Iran, nhưng các lệnh trừng phạt của Mỹ cùng với đại dịch COVID-19 đã ảnh hưởng đáng kể đến tình hình thương mại giữa họ.

### 4.3. Nước Mỹ nắm giữ trái phiếu của chính mình

Bất thường tiếp theo đó là nước Mỹ dường như đang nắm giữ các khoản nợ của chính mình. Hình 10 cho thấy, tính đến năm 2021, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) sở hữu nhiều trái phiếu Kho bạc hơn tất cả NHTW nước ngoài cộng lại. Đây không phải là cách hoạt động bình thường của đơn vị tiền tệ đóng vai trò là “dự trữ toàn cầu”. Trường hợp này được ví như đầu bếp nhà hàng ăn món ăn do chính mình nấu nhiều hơn so với thực khách. Trong vòng 1 năm, Fed đã tăng mạnh sở hữu trái phiếu Kho bạc Mỹ, từ khoảng một nửa giá trị trái phiếu Kho bạc được nắm giữ bởi các NHTW nước ngoài cộng lại, lên thậm chí nhiều hơn con số đó.

**Hình 10: Giá trị nắm giữ trái phiếu Kho bạc Mỹ trên toàn cầu (tỷ USD)**



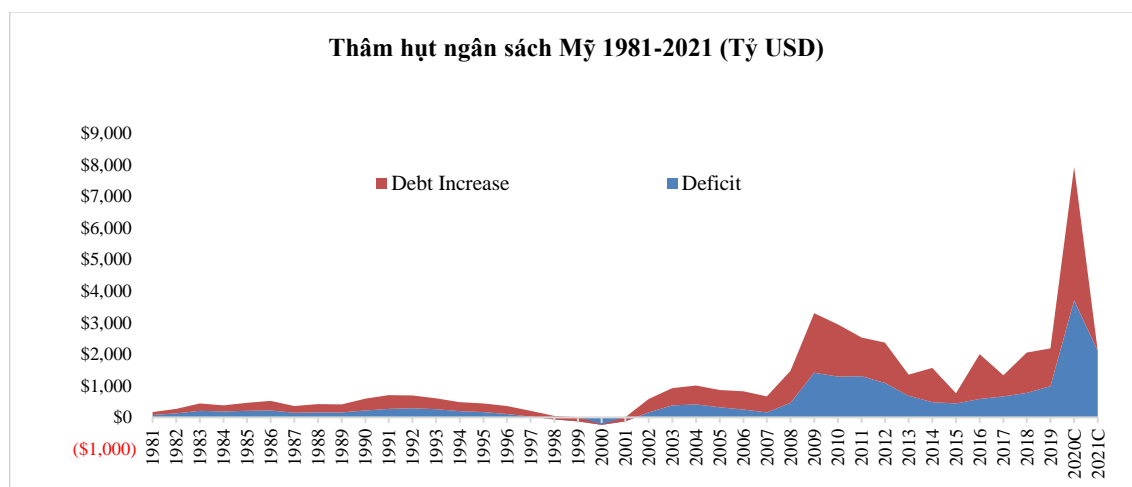
Nguồn: Bianco Research

Như đã mô tả trước đây, các quốc gia chỉ có thể tiếp tục mua trái phiếu Kho bạc nếu điều kiện thanh khoản của đồng USD toàn cầu vẫn tốt. Đồng USD mạnh sẽ hạn chế sự tích lũy của nước ngoài vào trái phiếu Kho bạc. Ngoài ra, bất kỳ tác động nào đối với thương mại. Chẳng hạn, đại dịch và sự gián đoạn hoạt động kinh tế liên quan làm giảm nhu cầu dầu và khối lượng xuất nhập khẩu, đều đe dọa toàn bộ hệ thống đó.

#### 4.4. Tăng thâm hụt ngân sách và nợ công hậu Covid-19

Covid-19 có thể góp phần làm xói mòn thêm hệ quả của hệ thống Petrodollar kéo dài. Sự bùng phát bất ngờ của COVID-19 đã ảnh hưởng đến toàn thế giới với những tác động lên nền kinh tế có thể quan sát được, thông qua việc thị trường tài chính hỗn loạn, lượng lao động thất nghiệp và yêu cầu bảo hiểm thất nghiệp gia tăng và nhiều cửa hàng, hàng loạt doanh nghiệp phải đóng cửa. COVID-19 làm nguồn thu từ thuế cho ngân sách giảm xuống bởi nhiều doanh nghiệp thu hẹp hoạt động, tăng trưởng kinh tế chậm đi, trong khi gánh nặng của chính phủ đối với hệ thống chăm sóc sức khỏe lại tăng lên đáng kể. Lúc này sẽ có nhu cầu lớn hơn về các gói kích thích tài khóa từ chính phủ Mỹ để giúp thúc đẩy sự phục hồi kinh tế, thâm hụt ngân sách vì thế sẽ tăng đột biến trong thời gian ngắn (Hình 11, Hình 12).

**Hình 11: Thâm hụt ngân sách Mỹ (tỷ USD)**



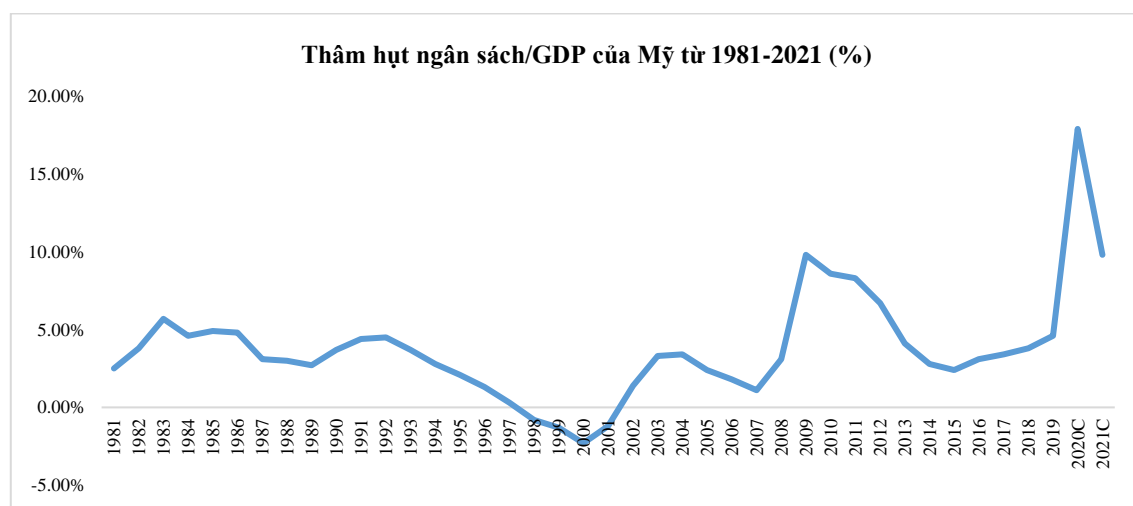
Nguồn: “US Budget Deficit by Year Compared to GDP, Debt Increase, and Events”, tại <https://www.thebalance.com/us-deficit-by-year-3306306>

Gói cứu trợ 1.900 tỷ USD đã được Hạ viện Mỹ thông qua ngày 11-3-2021, là một trong những gói cứu trợ lớn thứ 2 sau nhiều thập niên, kỳ vọng giúp nước Mỹ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tuy vậy, gói cứu trợ càng lớn đồng nghĩa với nợ công của Mỹ càng tăng cao. Thâm hụt ngân sách dự báo cho năm 2020 trước khi xảy ra Covid-19 ở mức 1.083 tỷ USD, vào khoảng 4,8% GDP. Tuy nhiên Covid đã đẩy mức thâm hụt lên tỷ lệ

cao kỷ lục, tới khoảng 3.700 tỷ USD (17,8% GDP). Năm 2021, mức thâm hụt ước tính cho kịch bản không xảy ra đại dịch chưa tới 1.000 tỷ USD, nhưng dịch bệnh đã đưa con số dự báo thâm hụt lên 2.100 tỷ USD. Tuy kế hoạch giải cứu trị giá 1.900 tỷ USD được mong đợi thúc đẩy mạnh mẽ nền kinh tế, nhưng tổ chức xếp hạng tín nhiệm Fitch Ratings cho rằng, quy mô lớn của gói giải cứu này cho thấy sự trì hoãn trong việc quay lại lập trường tài khóa phù hợp với việc giữ ổn định tỷ lệ nợ chính phủ. Hậu quả, triển vọng ổn định hóa nợ còn xấu hơn so với thời điểm Fitch xếp hạng nợ chủ quyền của Mỹ là ‘AAA’ trong báo cáo Triển vọng tiêu cực vào tháng 7-2020.

Nợ chính phủ Mỹ tăng xấp xỉ 4 nghìn tỷ USD - từ 21,5 tỷ USD cuối năm 2018 lên 26,4 ở cuối quý II-2020, chưa kể gói cứu trợ khổng lồ được thông qua gần đây. Tỷ lệ nợ/GDP cũng tăng mạnh, lên tới 136% vào cuối quý II-2020, như là kết quả từ việc thâm hụt ngân sách ngày càng trầm trọng. IMF cũng cảnh báo việc vay nợ nhiều hơn có thể dẫn đến bất ổn kinh tế và tài chính.

**Hình 12: Thâm hụt ngân sách của Mỹ trên GDP (%)**

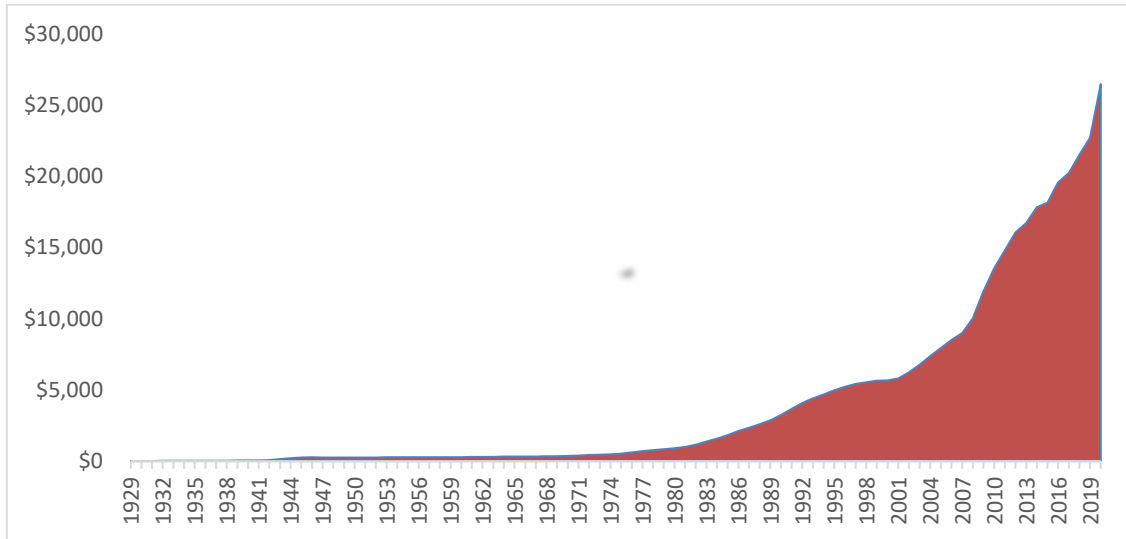


Nguồn: “US Budget Deficit by Year Compared to GDP, Debt Increase, and Events”, tại <https://www.thebalance.com/us-deficit-by-year-3306306>

Hậu Covid đang đẩy nhanh việc tích lũy nợ của chính phủ Mỹ. Khi nợ trở nên đầm đìa và Fed không thể hỗ trợ thanh khoản cho thị trường, là lúc các nhà đầu tư nước ngoài sẽ giảm nhu cầu đối với trái phiếu Kho bạc Mỹ. Điều này có thể gây áp lực giảm giá đối với đồng USD. Khi đồng USD giảm giá, nhà đầu tư nước ngoài nhận lại được một đồng tiền có giá trị ít hơn, khiến nhu cầu đối với trái phiếu Kho bạc Mỹ tiếp tục giảm. Đến lúc đó, Mỹ có thể sẽ phải chấp nhận vay nợ với lãi suất cao hơn để giữ cho các nhà đầu tư không rời bỏ chứng khoán Kho bạc Mỹ. Liệu kịch bản như vậy có xảy ra khi Mỹ khác với các quốc gia khác, đó là đồng USD vẫn đang chi phối hoạt động thanh toán và dự trữ

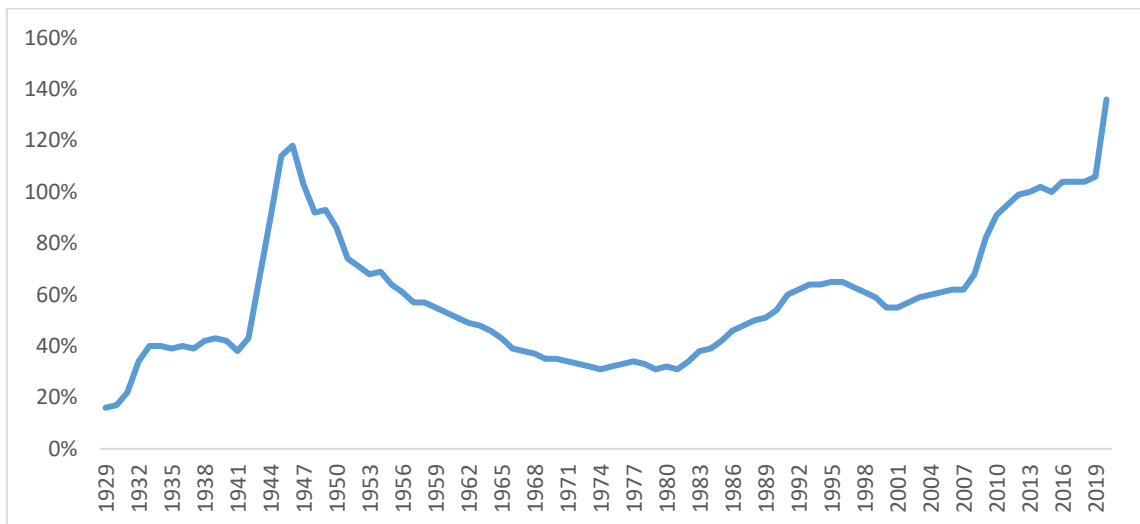
quốc tế? Liệu một loại tiền số nào đó có là giải pháp cho việc giảm sự phụ thuộc vào USD như hiện nay?

**Hình 13: Nợ chính phủ Mỹ từ 1929-2020 (Tỷ USD)**



Nguồn: “US National Debt by Year Compared to GDP and Major Events”, tại <https://www.thebalance.com/national-debt-by-year-compared-to-gdp-and-major-events-3306287>

**Hình 14: Tỷ lệ nợ chính phủ Mỹ/GDP 1929-2020 (%)**



Nguồn: “US National Debt by Year Compared to GDP and Major Events”, tại <https://www.thebalance.com/national-debt-by-year-compared-to-gdp-and-major-events-3306287>

## 5. Hệ thống tiền tệ tiếp theo sẽ như thế nào?

Hệ thống tiền tệ tiếp theo sẽ như thế nào là câu hỏi mở bài viết này gợi ra để thảo luận, chứ chưa thể có được câu trả lời. Tuy vậy, hiện các nhà kinh tế đã đưa ra nhiều đề xuất. Một điều chắc chắn là, dù nó diễn ra dưới hình thức nào, hệ thống tiền tệ tương lai sẽ không còn hoàn toàn bị ràng buộc vào bất kỳ đơn vị tiền tệ nào của một quốc gia độc tôn nào, vì không có quốc gia nào đủ lớn cho điều đó. Có thể kể đến một số đề xuất hiện nay: Định giá năng lượng phi tập trung; Bancor toàn cầu kỹ thuật số; Bancor khu vực kỹ thuật số; tiêu chuẩn vàng; Bitcoin... Vấn đề đặt ra là liệu Mỹ có từ bỏ hệ thống hiện nay để tự điều chỉnh sang một hệ thống mới hay không.

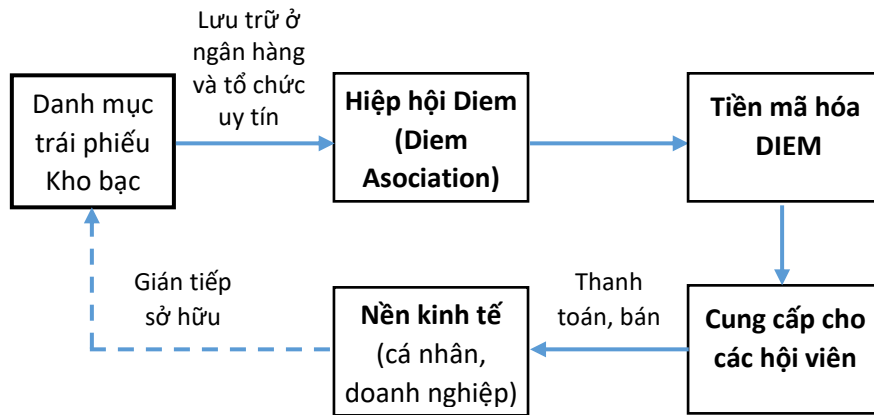
Công nghệ chuỗi khối (blockchain) tạo ra các tùy chọn mới cho thanh toán quốc tế phi tập trung, được liên kết với một loại tiền tệ pháp định cụ thể, hoặc một giỏ tiền tệ pháp định được tính theo thuật toán nhất định. Đây là phần mềm ứng dụng vào hệ thống ngân hàng toàn cầu hiện tương đối lạc hậu; có khả năng là phương tiện giao dịch có tính thanh khoản cao hơn nhiều. Năm 2020, các nhà sản xuất lớn nhất trên thế giới, như BHP, Vale và Rio Tinto, đều đã hoàn thành việc bán quặng sắt trên blockchain cho các công ty Trung Quốc. Các ngân hàng Singapore cũng tham gia các giao dịch như thế. Singapore cũng đã thử nghiệm các giao dịch blockchain với Sberbank của Nga. Công nghệ có thể dẫn đến tất cả loại kênh thanh toán mới.

Việc tham gia của các chính phủ, tổ chức có uy tín trong chuỗi này có thể tạo ra các stablecoin đa tiền tệ trong khu vực, tức tạo ra các Bancor khu vực cho mục đích thương mại quốc tế, có thể có khả năng sử dụng công nghệ tương tự trên quy mô lớn hơn. Ngay tại Mỹ, Facebook cùng nhiều thành viên khác của thị trường đã thành lập nên Hiệp hội Libra (nay đổi tên thành Diem). Số vốn góp ban đầu cho mỗi hội viên 10 triệu USD với 100 hội viên. Việc mở rộng hay thu hẹp hội viên do hiệp hội quyết định nhằm giữ giá trị ổn định của đồng Libra/Diem.

Số lượng tiền mã hóa Diem mới được phát hành dựa trên sự bảo chứng bằng rõ các tài sản thực có độ biến động thấp là các trái phiếu Kho bạc của một số nước lớn như Mỹ, EU, Anh, Nhật Bản... được lưu trữ ở những ngân hàng và tổ chức uy tín nhằm bảo chứng cho giá trị của Diem. Điều này khá giống với chế độ bản vị vàng trước đây nhưng bản chất vận hành dựa trên nhu cầu nắm giữ danh mục trái phiếu Kho bạc để ổn định giá trị của Diem. Đồng thời, hệ thống tiền tệ này hoạt động theo cách phi tập trung hóa giao dịch, không phải phi tập trung hóa việc tạo ra tiền. Do đó vai trò tạo ra tiền tệ danh nghĩa vẫn thuộc về phía NHTW. Ngoài những lợi ích từ hệ thống, từ công năng giao dịch tiền tệ kỹ thuật số còn giúp thay đổi cách thức nắm giữ tiền pháp định có chức năng dùng cho thanh toán thương mại toàn cầu.



**Hình 15: Mô hình hoạt động của Diem**

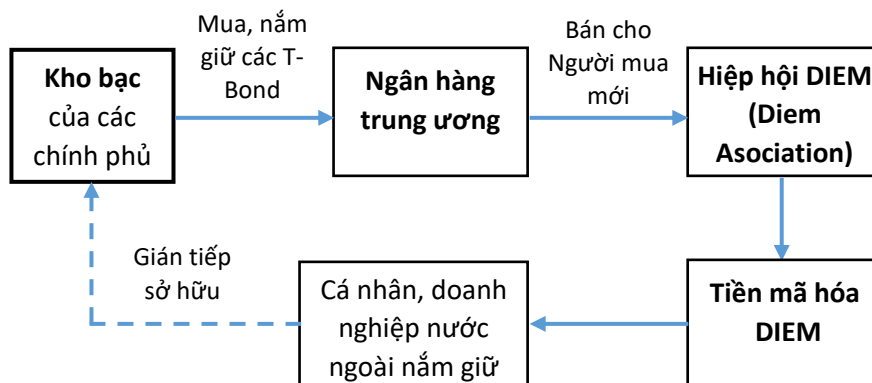


Nguồn: Tác giả

Với hệ thống tiền tệ này, các cá nhân và doanh nghiệp nắm giữ Diem như nắm giữ danh mục được đảm bảo bởi các khoản nợ của các chính phủ, không bị những ràng buộc truyền thống. Luật định và các quy định trong mỗi nước thường bảo vệ đồng tiền pháp định, vì thế đã hạn chế hoặc ngăn cấm việc cá nhân, doanh nghiệp có thể sử dụng tiền để đầu tư trái phiếu Kho bạc các nước khác. Mô hình hoạt động của Diem sẽ làm thay đổi cách nắm giữ tài sản này. Đồng thời, việc nắm giữ các tài sản này lại được sử dụng để làm phương tiện thanh toán ngoài chức năng cất trữ giá trị như khoản đầu tư.

Giờ đây, trên thị trường tài chính lại xuất hiện thêm người mua mới là các nhà đầu tư cá nhân, doanh nghiệp ngoài các thành viên truyền thống được đề cập ở phần trên. Vấn đề lúc này, chính phủ mỗi nước sẽ ngăn cấm công dân của họ sử dụng tiền tệ của nước khác, nhưng liệu có thể ngăn cấm công dân nắm giữ Diem khi hệ thống này giao dịch phi tập trung? Điều gì xảy ra khi trong nước lại có thể sử dụng đồng Diem để thanh toán cho nhau ngoài chức năng tiền tệ toàn cầu/khu vực? Mỗi một nước sẽ phải thay đổi chính sách để chống vàng hóa, USD hóa và giờ sẽ là Diem hóa.

**Hình 16: Mô hình xuất hiện người mua mới trái phiếu Kho bạc**



Nguồn: Tác giả

### ***Đánh giá tiềm năng – Quan điểm cá nhân***

Tiềm năng phát triển trong tương lai của đồng tiền mã hóa Diem vô cùng to lớn bởi 5 lý do: Thứ nhất, cộng đồng các thành viên trực thuộc hiệp hội Diem là những tổ chức hàng đầu trong nhiều lĩnh vực và có thể ứng dụng tiền mã hóa một cách trực tiếp trong lĩnh vực của họ, nên điều đó sẽ tạo ra bước đầu vững chắc để lôi kéo thêm nhiều tổ chức khác vào mạng lưới Diem Blockchain. Các tổ chức này cũng vận động hành lang tạo các mối quan hệ giúp kết nối Diem với các NHTW lớn trên toàn cầu. Thứ hai, Diem sử dụng cơ chế của blockchain nhằm đảm bảo an toàn, bảo mật giao dịch và tiết kiệm chi phí cho người dùng. Thứ ba, Diem có ngôn ngữ lập trình riêng gắn liền với nguồn mở Diem Blockchain nhằm giúp các lập trình viên, nhà phát triển tạo ra các ứng dụng dựa trên hợp đồng thông minh một cách dễ dàng. Thứ tư, Diem được bảo chứng bằng những loại tài sản ổn định với độ biến động thấp, giúp làm giảm rủi ro tỷ giá; tạo ra sự khác biệt của Diem so với các đồng tiền mã hóa truyền thống. Cuối cùng, cộng đồng người sử dụng Facebook đông đảo là cơ sở để tạo ra mạng lưới người dùng lớn ngay từ đầu đối với đồng Diem.

Mặc dù Diem có nhiều mặt tích cực và hứa hẹn sẽ trở thành đồng tiền mã hóa được kì vọng trong cộng đồng tiền mã hóa. Thế nhưng vẫn có nhiều vấn đề còn đang gặp phải và Diem mới chỉ ở giai đoạn khởi đầu. Thứ nhất, dù cơ chế cung tiền của Diem được quyết định bởi một hội đồng độc lập, tuy nhiên khó có thể kiểm soát được liệu rằng có xuất hiện lợi ích nhóm trong các quyết định đối với đồng Diem hay không? Điều này rất đáng quan ngại, mặc dù Facebook cố gắng thuyết phục mọi người rằng Diem sẽ ngày càng có thêm nhiều thành viên và đảm bảo tính dân chủ và phi tập trung, nhưng thực sự hiệp hội sẽ rất cần cơ chế minh bạch để hoạt động và cần có cơ chế kiểm tra, giám sát bởi các tổ chức tài chính và lập pháp quốc tế.

Trở ngại thứ 2 đến từ hệ thống luật pháp, bởi luật pháp ở các quốc gia phát triển lần đang phát triển, chưa thể kịp thời đáp ứng ngay bước phát triển đối với các đồng tiền này; vì vậy bước đầu đồng Diem sẽ chỉ thí điểm giao dịch nội bộ trong các thành viên. Thứ 3, Diem chưa thỏa mãn được kỳ vọng của cộng đồng nhằm tạo ra hệ thống tiền tệ tốt hơn nhằm phi tập trung hóa khả năng tạo ra tiền mặt gây lạm phát và suy thoái kinh tế. Để có thể sử dụng được đồng Diem người mua vẫn phải dùng tiền pháp định để đổi lấy tiền Diem và cơ chế cung tiền thông qua nhà phân phối, vẫn tạo ra sự hoài nghi về khả năng mức giá trị bị thổi phồng của đồng tiền này. Thứ 4, bất kỳ hệ thống hay phần mềm nào cũng có lỗ hổng, liệu rằng hạ tầng Diem Blockchain và ngôn ngữ lập trình mới có thực sự hoàn hảo và không thể bị khai thác bởi tin tặc hay không? Thứ 5, sự ra đời của Diem sẽ nhận sự đáp trả từ phía các ngân hàng thương mại toàn cầu như thế nào khi nguồn lợi thu được từ cung cấp các dịch vụ thanh toán là vô cùng lớn, cũng như việc huy động tiền trong nền kinh tế để cho vay và đầu tư giờ đã bị thay thế? Cuối cùng, chế độ bản vị vàng đã từng sụp đổ, liệu rằng sự bảo chứng bằng các chứng khoán có độ biến động thấp tại các NHTW trên khắp toàn cầu có an toàn?

Quả thực chúng ta có thể thấy Diem sẽ có thể giúp thế giới tốt đẹp hơn bằng cách phi tập trung hóa các giao dịch, các nền tảng công nghệ và mang lại muôn vàn những lợi ích khác cho người dùng với mức phí phải chăng. Thế nhưng, Diem có đi đến mục đích cuối cùng hay không là một câu chuyện dài. Mặc dù vậy, tất cả chủ thể trong nền kinh tế và các chính phủ cần phải chuẩn bị sẵn kịch bản cho sự thành công của đồng Diem, hay một loại tiền mã hóa nào đó được chấp nhận sẽ làm thay đổi cách thế giới vận hành hiện nay.

## 6. Kết luận

Thế giới đã và đang trải qua các thời kỳ trật tự và rối loạn về địa chính trị, cùng với đó là việc xây dựng và xói mòn tiếp theo của hệ thống tiền tệ toàn cầu. Lúc đầu, lợi ích bá chủ từ quốc gia có tiền tệ dự trữ lớn hơn chi phí, nhưng ngay khi lợi ích tương đối ổn định trong khi cái giá phải trả gia tăng nhanh chóng hệ thống trở nên không còn bền vững.

Ngoài ra, một hệ thống được xây dựng cách đây nhiều thập kỷ khi Mỹ đóng góp tới 35% GDP toàn cầu, giờ đây sẽ không còn hoạt động tốt khi Mỹ chỉ còn chiếm 20% GDP toàn cầu. Vấn đề không phải là quân đội Mỹ lớn đến mức nào để giữ vị thế bá chủ; vấn đề là liệu hệ thống tiền tệ toàn cầu hiện tại có còn khả thi và liệu hệ thống đó còn hỗ trợ lợi ích của Mỹ hay không.

Nói một cách đơn giản, có một sự hỗn loạn kinh tế tự nhiên liên quan đến tình trạng tiền tệ dự trữ toàn cầu, bởi những lỗ hổng cố hữu trong hệ thống tiếp tục cộng gộp cho đến khi chúng đạt đến điểm phá vỡ. Tất nhiên, thách thức lớn nhất vẫn là xác định trước điểm phá vỡ đó diễn ra lúc nào. Một sự thay đổi trong hệ thống tiền tệ toàn cầu không

nhất thiết có nghĩa những điều tồi tệ đối với Mỹ (thực sự, Anh đã có một thời kỳ bùng nổ kinh tế trong những năm sau chiến tranh, sau khi nước này mất vị thế tiền tệ dự trữ), nhưng nó có nghĩa thực hiện một sự đánh đổi giữa lợi ích quốc tế và lợi ích trong nước, và điều chỉnh lại thương mại khi cần thiết để đạt được sự cân bằng mong muốn.

Quan điểm của bài viết là trong tương lai, hệ thống tiền tệ toàn cầu sẽ dần trở nên phi tập trung hơn. Theo đó, các hệ thống thanh toán có thể được tiến hành thông qua những dàn xếp tiền tệ luân phiên giữa các đối tác thương mại, hoặc thông qua các đồng tiền tệ kỹ thuật số. Tuy nhiên, nhiều vấn đề cần phải bàn luận thêm liên quan đến các triển vọng này.

### **Tài liệu tham khảo**

- Charlotte Denny and Larry Elliott, 'IMF warns trade gap could bring down dollar', September 19 2003, The Guardian, <https://www.theguardian.com/business/2003/sep/19/useconomy.usnews>
- Keynes, John Maynard. (1943), "Proposals for an International Clearing Union", H.M.S.O. London, 30 November.
- Nakhleh, Emile A. (1975), "United States and Saudi Arabia: a policy analysis."
- Nunan, C. (2004), Petrodollar or Petroeuro? A new source of global conflict.
- Triffin, Robert. (1959), "The international monetary positions of United States.". Pp: 417-426.
- Triffin, Robert. (1960), Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility, New Haven: Yale University Press.
- Bullionstar, tại <https://static.bullionstar.com/blogs/uploads/2015/02/US-Official-Gold-Reserves.png>
- Bullionstar, "It's Time to Look More Carefully at "Monetary Policy 3 (MP3)" and "Modern Monetary Theory (MMT)", tại <https://www.linkedin.com/pulse/its-time-look-more-carefully-monetary-policy-3-mp3-modern-ray-dalio/>
- The Fraying of the US Global Currency Reserve System, Lyn Alden Investment Strategy, tại <https://www.lynalden.com/fraying-petrodollar-system/>
- "Triffin: dilemma or myth?", BIS Working Papers No 684, tại <https://www.bis.org/publ/work684.pdf>
- US National Debt by Year Compared to GDP and Major Events, tại <https://www.thebalance.com/national-debt-by-year-compared-to-gdp-and-major-events-3306287>
- US Budget Deficit by Year Compared to GDP, Debt Increase, and Events, tại <https://www.thebalance.com/us-deficit-by-year-3306306>
- US Stimulus Will Boost Growth at a Cost of Higher Deficits, Debt, <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/us-stimulus-will-boost-growth-at-cost-of-higher-deficits-debt-09-03-2021>

US Budget Deficit by Year Compared to GDP, Debt Increase, and Events, tại  
<https://www.thebalance.com/us-deficit-by-year-3306306>

US GDP as % of World GDP, tại  
[https://ycharts.com/indicators/us\\_gdp\\_as\\_a\\_percentage\\_of\\_world\\_gdp](https://ycharts.com/indicators/us_gdp_as_a_percentage_of_world_gdp)

US Stimulus Will Boost Growth at a Cost of Higher Deficits, Debt,  
<https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/us-stimulus-will-boost-growth-at-cost-of-higher-deficits-debt-09-03-2021>

US balance on goods and services (quarterly)

[https://ycharts.com/indicators/us\\_balance\\_on\\_goods\\_and\\_services\\_quarterly](https://ycharts.com/indicators/us_balance_on_goods_and_services_quarterly)

# 4.

## VỊ THẾ ĐỒNG USD VÀ NHỮNG NỖ LỰC TÁI ĐỊNH HÌNH HỆ THỐNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU

Nguyễn Ngọc Định\*

Nguyễn Thị Diễm Kiều\*

### Tóm tắt

*Cuộc tranh luận về vị thế thống trị của đồng USD với vai trò là “tiền tệ quốc tế” trong hệ thống tài chính toàn cầu đã được đẩy lên mạnh mẽ từ cuộc khủng hoảng tài chính thế giới 2008, nay tiếp tục được nung nóng trước sự suy giảm của nền kinh tế Mỹ trong đại dịch COVID-19 và hàng loạt biến động của môi trường tài chính quốc tế. Nghiên cứu này đánh giá chi tiết các số liệu thống kê hiện tại liên quan đến vị thế “tiền tệ quốc tế” của đồng USD, đồng thời xem xét những nỗ lực mạnh mẽ từ cả các quốc gia đối thủ như Trung Quốc, Nga, và cả các đồng minh của Mỹ như Châu Âu nhằm đa dạng hóa tiền tệ sử dụng trong giao dịch và dự trữ quốc tế, làm cơ sở hướng tới tái định hình hệ thống tài chính toàn cầu.*

**Từ khóa:** Vị thế đồng đô la Mỹ, hệ thống tiền tệ quốc tế, đa dạng hóa tiền tệ quốc tế.

### 1. Giới thiệu

Đồng USD đã đóng vai trò tiền tệ quốc tế thống trị trong suốt thời kỳ sau Thế chiến hai. Tuy nhiên, trong vài thập kỷ gần đây, đặc biệt từ cuộc khủng hoảng tài chính thế giới 2008–2009 và hiện nay là đại dịch Covid-19, sự không chắc chắn về tương lai của đồng USD ngày càng gia tăng. Một cuộc tranh luận cả về lý thuyết và thực nghiệm về tương lai của đồng USD và hệ thống tiền tệ thế giới đã được mở ra trên diện rộng.

Tập trung vào các điều kiện để một đồng tiền định danh được chấp nhận trong các giao dịch và dự trữ quốc tế, nhiều nghiên cứu cho rằng đồng USD sẽ tiếp tục duy trì vị thế tiền tệ quốc tế trong tương lai do các yêu cầu về niềm tin và chất lượng thể chế bảo vệ người nắm giữ (Gopinath và Stein, 2021; Seghezza và Morelli, 2018). Trong chế độ

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: kieutc@ueh.edu.vn

tiền định danh – tiền tệ có giá trị danh nghĩa cao hơn rất nhiều so với giá trị nội tại – để được chấp nhận với vai trò “tiền tệ quốc tế”, đồng tiền cần có được sự tin tưởng trên bình diện quốc tế với một hệ thống pháp quyền và thể chế vững mạnh từ quốc gia phát hành, nhằm bảo vệ những người nắm giữ (Giannini, 2011). Khi xem xét khía cạnh này, cả đồng Euro và Nhân dân tệ đều có những vấn đề riêng. Đồng Euro chưa có một nhà nước hay cơ quan quyền lực thống nhất và ổn định có thể đảm bảo tuân thủ các quy định và thể chế của hệ thống tiền tệ quốc tế dựa trên tiền định danh. Với Nhân dân tệ, mức độ thấp của pháp quyền và chất lượng thể chế tại Trung Quốc cùng các quy định về kiểm soát vốn là lực cản lớn cho việc trở thành đồng tiền quốc tế trong tương lai gần của đồng tiền này.

Vị trí thống trị của đồng USD trong vai trò tiền tệ quốc tế trong tương lai cũng được ủng hộ khi xem xét Hiệu ứng quán tính (inertia effect). Theo hiệu ứng quán tính, khi một đồng tiền được thiết lập như một phương tiện trao đổi quốc tế, nó sẽ tiếp tục giữ vai trò này, ngay cả khi quốc gia phát hành đã suy giảm mạnh vị thế trong cấu trúc được sử dụng để xây dựng vị thế ban đầu (Krugman, 1984; Rey, 2001). Điển hình, đồng bảng Anh vẫn giữ vai trò quan trọng trong thanh toán quốc tế rất lâu sau khi Vương quốc Anh không còn giữ vị thế kinh tế và chính trị hàng đầu.

Trái ngược với quan điểm trên, nhiều nhà kinh tế coi nguồn gốc của tiền là một quá trình được dẫn dắt bởi thị trường. “Quan điểm thị trường” cho rằng Mỹ hoàn toàn có thể sẽ sớm mất đi ưu thế kinh tế và chính trị của mình. Theo đó, đồng USD cũng sẽ phải chia sẻ vị thế tiền tệ quốc tế của mình với các đồng tiền khác hoặc bị thay thế. Trong các năm tiếp theo, Trung Quốc được dự báo hoàn toàn có khả năng vượt qua Mỹ cả về tỷ trọng thương mại thế giới lẫn quy mô GDP (năm 2020, GDP của Mỹ đạt 20,9 nghìn tỷ USD trong khi Trung quốc đạt 15,41 tỷ USD) . Do đó, đồng USD có khả năng bị thay thế bởi đồng Nhân dân tệ của trong vai trò tiền tệ quốc tế (Dorrucci và McKay, 2011; Eichengreen, 2011b; Ignazio và cộng sự, 2011).

Một quan điểm khác về khả năng suy giảm vị thế của đồng USD là “quan điểm cường chế”, được đưa ra bởi các học giả tin rằng sự thành công của đồng USD với vai trò tiền tệ quốc tế là nhờ sức mạnh chính trị của Nhà nước Mỹ (Calleo, 2011). Theo quan điểm này, sự suy giảm của đồng USD là do sự suy giảm của Mỹ từ góc nhìn địa chính trị. Tuy nhiên, sự suy giảm này chậm hơn so với sự suy giảm kinh tế, do đó, tốc độ suy giảm vai trò của đồng USD cũng sẽ chậm tương ứng (Cohen, 2015a; Cohen, 2015b).

Trong nghiên cứu này, chúng tôi đánh giá các số liệu thống kê mới nhất về vị thế và những biến động nếu có của đồng USD trong vai trò tiền tệ quốc tế, đồng thời xem xét những nỗ lực của các nền kinh tế trong việc đa dạng hóa các loại tiền tệ được sử dụng

trong thanh toán và dự trữ quốc tế, làm cơ sở cho các nỗ lực tái định hình hệ thống tài chính đã và đang xảy ra ở mức độ khu vực và trên toàn thế giới.

## **2. Đánh giá vị thế của đồng USD trong vai trò tiền tệ quốc tế**

Mặc dù nắm giữ vị thế thống trị trong vai trò tiền tệ quốc tế suốt giai đoạn kể từ sau Thế chiến hai, nhưng sự cạnh tranh đồng USD đang phải đối mặt là hoàn toàn rõ ràng với sự phổ biến của đồng Euro, sự tăng trưởng của Trung Quốc như một siêu cường kinh tế, sự gia tăng nhanh chóng của tiền điện tử cùng những thay đổi địa chính trị thế giới trong các thập kỷ gần đây. Phần này xem xét các số liệu thống kê hiện tại về vị thế của đồng USD trong vai trò tiền tệ quốc tế dựa trên 3 chức năng cơ bản của tiền tệ: Thước đo giá trị, phương tiện thanh toán và phương tiện cất trữ.

### **2.1. Vai trò thước đo giá trị và phương tiện thanh toán**

Vai trò thước đo giá trị và phương tiện thanh toán quốc tế của một đồng tiền được thể hiện thông qua tỷ trọng thương mại quốc tế được thực hiện trên cơ sở đồng tiền này. Tuy nhiên, dữ liệu chi tiết về tiền tệ trong thương mại hàng hóa và dịch vụ thế giới là khá hạn chế. Cơ sở dữ liệu rộng nhất hiện nay được IMF và Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) cùng tổng hợp. Cơ sở dữ liệu này chỉ bao gồm 102 nền kinh tế, đồng thời thiếu hụt dữ liệu từ một số quốc gia có tỷ trọng cao (thậm chí chiếm ưu thế) trong thương mại toàn cầu như Trung Quốc và Mexico (Emine và cộng sự, 2020). Do đó, bộ dữ liệu khó có thể cung cấp cái nhìn chính xác nhất về tiền tệ trong thanh toán quốc tế. Theo cơ sở dữ liệu này, từ 2005-2019, đồng USD và Euro duy trì tỷ trọng lần lượt quanh ngưỡng 50% và 40% của tổng giá trị các loại tiền tệ được sử dụng trong hợp đồng thương mại quốc tế trong mẫu được thu thập, với sự biến động không đáng kể. (Hình 2.1)

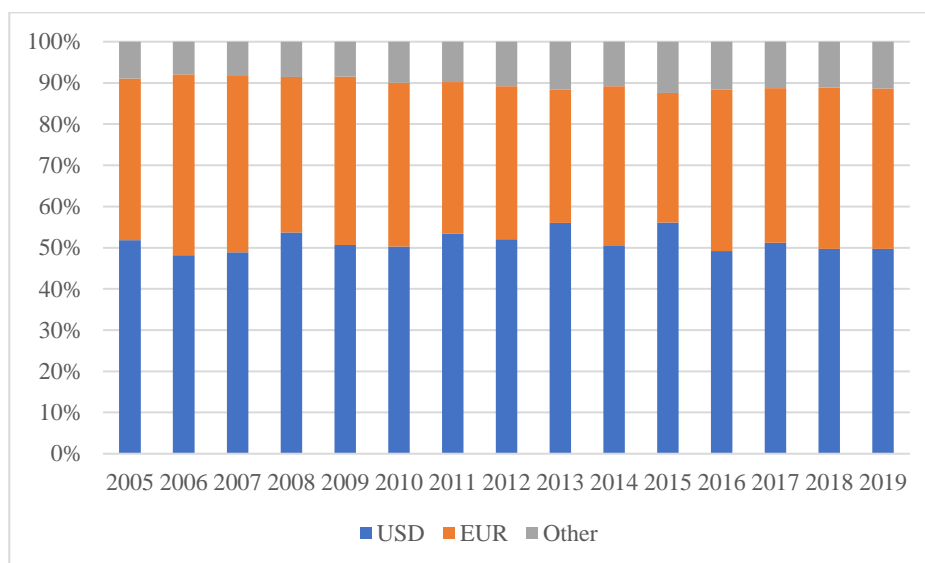
Xem xét trực tiếp tỷ trọng các đồng tiền được thực hiện trong thanh toán quốc tế thông qua mạng lưới thanh toán SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications) – nơi xử lý các giao dịch thanh toán xuyên biên giới cho hơn 11.000 tổ chức tài chính ở hơn 200 nền kinh tế trên toàn thế giới – có thể là một chỉ số đánh giá tốt hơn cho vai trò phương tiện thanh toán của tiền tệ thế giới.

Với dữ liệu được công bố từ SWIFT, tỷ trọng đồng USD trong thanh toán quốc tế đã giảm khoảng 6,7% từ khi đạt đỉnh vào tháng 4-2015 ở mức 45,14% xuống chỉ còn 38,43% vào tháng 2-2021, đặc biệt giảm mạnh từ giữa 2020 với những tác động suy thoái từ đại dịch Covid-19 cùng những bất ổn về thương mại và chính trị. Mức suy giảm này phần lớn được dịch chuyển qua phía đồng Euro với sự gia tăng khoảng 9,77% - từ mức 27,36% vào tháng 4-2015 lên 37,13% vào tháng 2-2021. Đỉnh điểm vào tháng 10-



2020, tỷ trọng đồng Euro đã vượt qua đồng USD trong thanh toán quốc tế dù với mức chênh lệch rất nhỏ và sau đó duy trì tỷ trọng tương đối cân bằng cho đến nay. (Hình 2.2)

**Hình 2.1. Tỷ trọng tiền tệ được sử dụng trong các hợp đồng thương mại toàn cầu**

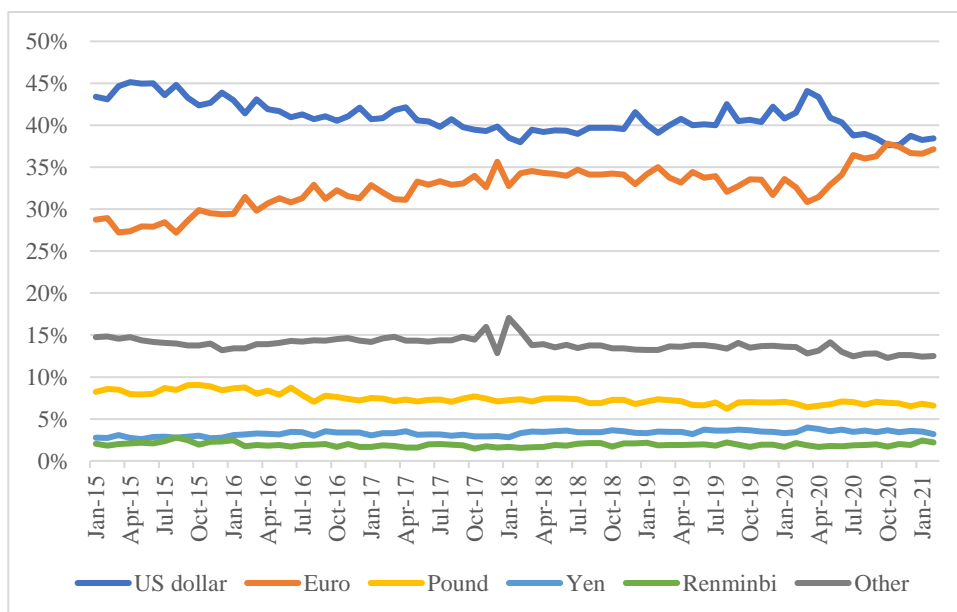


*Nguồn: Dữ liệu từ IMF và ECB*

Các vị trí tiếp theo thuộc về đồng bảng Anh với tỷ trọng khoảng 7%, và đồng yên Nhật với khoảng 3%. Đồng Nhân dân tệ được SWIFT đặc biệt theo dõi từ năm 2011, nhưng hiện vẫn chiếm một tỷ lệ khá nhỏ trong thanh toán quốc tế với mức cao nhất đạt 2,8% vào tháng 8-2015, giảm nhẹ trong các năm tiếp theo và hiện nay duy trì quanh ngưỡng 2%.

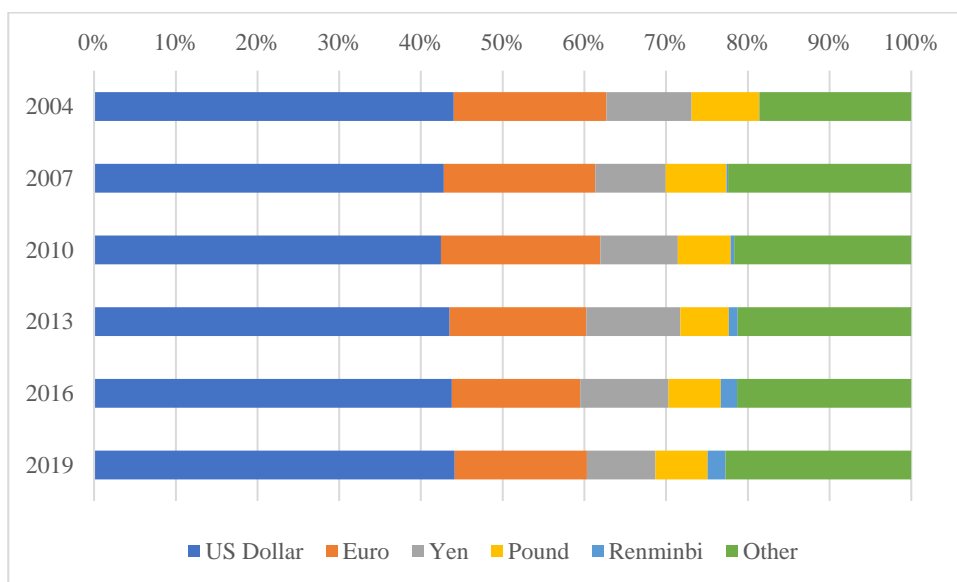
Báo cáo thống kê các giao dịch trên thị trường ngoại hối toàn cầu được Ngân hàng Thanh toán quốc tế (Bank for International Settlements - BIS) công bố mỗi 3 năm. Tính đến cuối năm 2019, đồng USD duy trì quanh mức 44% tổng giao dịch ngoại hối toàn cầu và biến động không đáng kể. Tỷ trọng đồng Euro giảm từ mức 18,7% vào năm 2004 xuống 16,14% vào năm 2019, trong khi Nhân dân tệ tăng mức giao dịch từ 0,05% lên 2,16% trong khoảng thời gian tương ứng nhưng vẫn chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ. Chỉ riêng giao dịch của cặp tiền tệ USD-EUR chiếm khoảng 24% tổng giá trị giao dịch ngoại hối toàn cầu. Để tránh nhầm lẫn, do mỗi giao dịch ngoại hối được thực hiện với 2 đồng tiền, tổng tỷ lệ phần trăm riêng lẻ của các đồng tiền trong báo cáo của BIS là 200% thay vì 100%. Do vậy, để thống nhất trong toàn bộ nghiên cứu, các số liệu về tỷ trọng tiền tệ sử dụng trong giao dịch ngoại hối quốc tế từ BIS đã được nhóm tác giả điều chỉnh theo cơ sở 100%. (Hình 2.3)

**Hình 2.2. Tỷ trọng tiền tệ trong thanh toán quốc tế**



Nguồn: Dữ liệu từ SWIFT

**Hình 2.3. Tỷ trọng tiền tệ trong giao dịch ngoại hối quốc tế**



Nguồn: Dữ liệu từ BIS

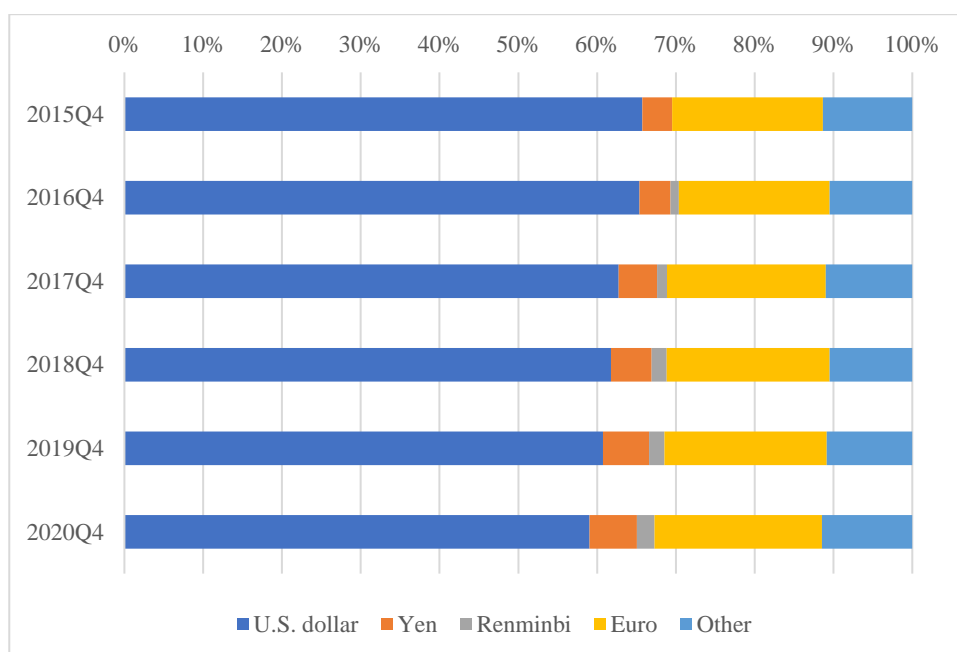
## 2.2. Vai trò phương tiện cất trữ

Tỷ trọng các loại tiền tệ trong dự trữ ngoại hối toàn cầu, theo báo cáo của Quỹ Tiền tệ thế giới (IMF), được xem là chỉ báo chính về vai trò tiền tệ dự trữ quốc tế của một loại

tiền tệ. Cho đến nay, IMF đã có số liệu thống kê về thành phần các loại tiền tệ trong dự trữ ngoại hối của khoảng 94% tổng dự trữ toàn cầu.

Với công bố mới nhất từ IMF ngày 31-3-2021, tỷ trọng dự trữ ngoại hối bằng USD trong tổng dự trữ toàn cầu đã giảm xuống 59,02% trong Quý IV-2020, mức thấp nhất trong 25 năm qua, kể từ năm 1995. Tính từ 2015, tỷ trọng của đồng USD đã giảm 7%, từ 66% vào đầu năm 2015 xuống 59% vào cuối năm 2020 (giảm hơn 1% mỗi năm). Với tốc độ này, tỷ trọng đồng USD được dự báo có thể sẽ giảm xuống dưới 50% trong thập kỷ tới.

**Hình 2.4. Tỷ trọng tiền tệ trong dự trữ ngoại hối chính thức toàn cầu**



*Ghi chú: Tỷ trọng không bao gồm phần dự trữ ngoại hối chưa phân bổ*

*Nguồn: Dữ liệu từ IMF*

Vị thế đồng tiền dự trữ thống trị toàn cầu của đồng USD là cơ sở quan trọng cho phép chính phủ Mỹ tiếp tục gia tăng nợ công với chi phí thấp khi các ngân hàng trung ương khác sẵn lòng nắm giữ một lượng lớn các khoản nợ bằng đồng USD (Eichengreen, 2011a). Tuy nhiên, sự sụt giảm tỷ trọng đồng USD trong dự trữ ngoại hối toàn cầu cho thấy, có vẻ như các ngân hàng trung ương đang dần tỏ ra lo lắng và muốn đa dạng hóa tiền tệ trong dự trữ ngoại hối của mình dù với tốc độ khá chậm. Điển hình trong năm 2018, Ngân hàng trung ương Nga đã bán khoảng 100 tỷ USD trái phiếu chính phủ Mỹ và chuyển các khoản dự trữ ngoại hối này sang Nhân dân tệ hoặc đồng Euro. Hành động này đã khiến tỷ trọng đồng USD trong tổng dự trữ ngoại hối của Nga

giảm một nửa, từ 46% xuống 23% trong năm 2018 và tăng tỷ trọng đồng Euro từ 10% lên 32%, tỷ trọng đồng Nhân dân tệ cũng tăng từ 3% lên 14% (Prasad, 2019).

Điều thú vị là đồng Euro và đồng Nhân dân tệ - 2 đồng tiền được xem là đối thủ cạnh tranh tiềm năng nhất với USD – lại có tỷ lệ gia tăng thấp, trước sự sụt giảm tỷ trọng đáng kể của đồng USD trong dự trữ ngoại hối toàn cầu. Đồng Euro chỉ tăng tỷ trọng từ 19,25% trong năm 2015 lên 21,24% vào cuối năm 2020. Trong khi đồng Nhân dân tệ, bất chấp tầm ảnh hưởng toàn cầu của nền kinh tế Trung Quốc và được IMF đưa vào rổ tiền tệ để tính toán Quyền rút vốn đặc biệt (SDR) năm 2016, vẫn chiếm tỷ trọng rất khiêm tốn: từ 1,08% vào năm 2016 đến 2,25% vào cuối năm 2020. Mức độ gia tăng tỷ trọng lớn nhất thuộc về đồng yên Nhật với 3,5% vào năm 2014 lên mức 6,03% vào cuối 2020.

Các đánh giá trên cho thấy, dù vẫn đang giữ vị thế cao trong hệ thống tiền tệ thế giới, nhưng những biến động và sự sụt giảm tỷ trọng đồng USD trong thanh toán và dự trữ quốc tế đã bắt đầu và ngày càng trở nên rõ ràng, đặc biệt với vai trò đồng tiền dự trữ trong tổng dự trữ ngoại hối toàn cầu. Vị thế tiền tệ quốc tế của đồng USD thực tế đã mang đến cho Mỹ nhiều lợi ích như khả năng đi vay nhiều hơn, chi phí giao dịch thấp hơn, ít nhạy cảm hơn với những biến động kinh tế toàn cầu, đồng thời là một đòn bẩy mạnh mẽ cho các lợi ích địa chính trị Mỹ. Từ những năm 1960, cựu Bộ trưởng Tài chính Pháp, Valery Giscard d'Estaing, đã đề cập đến những lợi ích này như một “đặc quyền phi lý” (exorbitant privilege) mà Mỹ có được (Eichengreen, 2011a). Những lợi thế này luôn đứng trước sự chỉ trích mạnh mẽ từ cộng đồng quốc tế và thúc đẩy những nỗ lực nhằm đa dạng hóa hệ thống tiền tệ quốc tế, và nhằm giảm thiểu sức ảnh hưởng của Mỹ có được từ việc nắm giữ đồng tiền được xem là “tiền tệ quốc tế”.

### **3. Những nỗ lực đa dạng hóa hệ thống tiền tệ trong thanh toán và dự trữ quốc tế**

Bất chấp sự thống trị trong thời gian dài của đồng USD, sự suy giảm vị thế của đồng tiền này đã có những dấu hiệu cụ thể với mức độ cạnh tranh đang gia tăng rõ rệt từ các yếu tố kinh tế, chính trị và công nghệ. Các đối thủ cạnh tranh quốc tế như Nga và Trung Quốc thường xuyên kêu gọi một trật tự tài chính thế giới mới và hoạt động tích cực để thay thế vị thế thống trị của USD trong hệ thống thanh toán và dự trữ quốc tế hiện tại. Phần này phân tích các nỗ lực mạnh mẽ từ cả các đồng minh lâu đời như châu Âu, các đối thủ cạnh tranh như Nga, Trung Quốc và các quốc gia gánh chịu (hoặc nằm trong mục tiêu) các lệnh trừng phạt từ Mỹ như Iran, Nga, Venezuela nhằm giảm thiểu vị thế của đồng USD và ảnh hưởng của Mỹ trên hệ thống tài chính toàn cầu.

### **3.1. Trung Quốc trong nỗ lực xây dựng trật tự tài chính mới ở mức độ khu vực, hướng đến tái định hình kiến trúc tài chính toàn cầu**

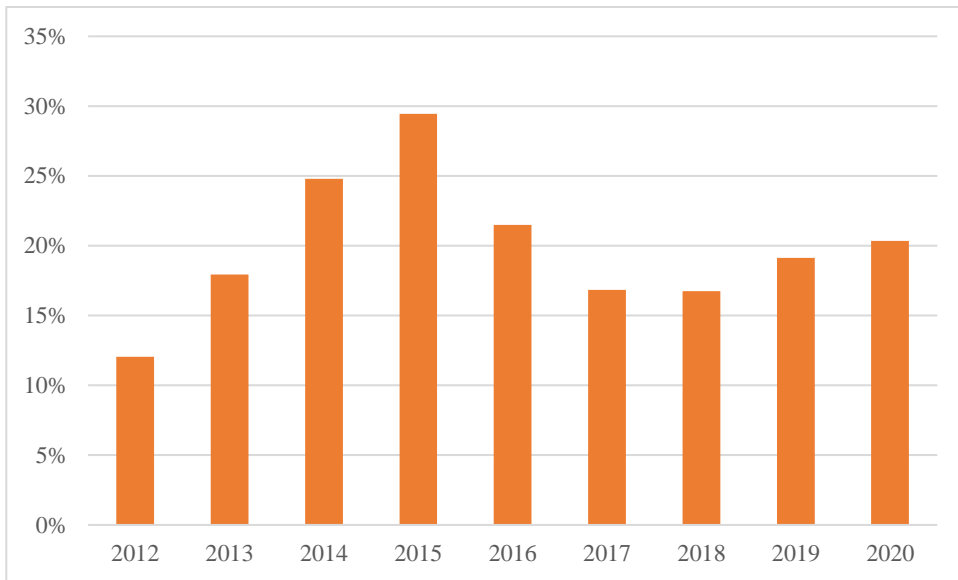
Trung Quốc từ lâu đã lo ngại các sức mạnh mà Mỹ có được từ việc nắm giữ quyền lực thống trị trong hệ thống tài chính quốc tế. Tuy nhiên, chỉ đến khi nền kinh tế Mỹ suy yếu trước tác động của cuộc khủng hoảng tài chính thế giới 2008, các nỗ lực đa dạng hóa hệ thống tiền tệ quốc tế và giảm thiểu sức mạnh tài chính toàn cầu của Mỹ mới có cơ hội được thực hiện quyết liệt (Kirshner, 2014). Dù những nỗ lực kêu gọi đa dạng hóa tiền tệ sử dụng trong hệ thống tài chính thế giới và việc quốc tế hóa đồng Nhân dân tệ còn rất nhiều khó khăn. Tuy nhiên, ở mức độ khu vực, Trung Quốc đã đạt được những thành tựu nhất định trong việc thúc đẩy sử dụng đồng Nhân dân tệ, đồng thời xây dựng cơ sở hạ tầng nhằm hướng tới một hệ thống tài chính khu vực với đồng Nhân dân tệ là trọng tâm.

#### *3.1.1. Thúc đẩy sử dụng đồng Nhân dân tệ ở mức độ khu vực*

Những nỗ lực quốc tế hóa đồng Nhân dân tệ đã bị gián đoạn vào năm 2015 khi thị trường chứng khoán Trung Quốc sụp đổ và chính phủ áp đặt các biện pháp kiểm soát vốn mới. Việc kiểm soát vốn chặt chẽ đã làm giảm đáng kể niềm tin của cộng đồng quốc tế vào đồng Nhân dân tệ, cũng như triển vọng tự do hóa. Tuy nhiên, ở mức độ khu vực, Trung Quốc đã đạt được những thành công nhất định trong việc thúc đẩy sử dụng đồng Nhân dân tệ, đặc biệt thông qua việc ký kết hàng chục thỏa thuận hoán đổi tiền tệ với các quốc gia khác, thiết lập các trung tâm thanh toán bù trừ, thỏa thuận với các ngân hàng trung ương nước ngoài nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho việc sử dụng Nhân dân tệ ở nước ngoài. Từ tháng 1-2009 đến tháng 3-2020, Trung Quốc đã ký các thỏa thuận hoán đổi tiền tệ với tổng cộng 33 chính phủ các nước, nhiều hơn bất kỳ quốc gia nào trên thế giới (CPT, 2020).

Tính đến năm 2015, tổng giá trị giao dịch thương mại được ký kết và thanh toán bằng đồng Nhân dân tệ đã đạt 1,1 nghìn tỷ USD – chiếm gần 30% tổng giao dịch thương mại của Trung Quốc và tăng lên từ mức gần như bằng 0 vào năm 2000. Tuy nhiên, sau đó tỷ lệ này suy giảm trước những biến động lớn của thị trường chứng khoán Trung Quốc và việc tái áp dụng các biện pháp kiểm soát vốn chặt chẽ của nước này. Từ năm 2018 đến nay, tỷ trọng này đã có dấu hiệu gia tăng trở lại, dù với mức độ chậm và hiện ở mức 20% tổng giao dịch thương mại của Trung Quốc.

**Hình 3.1. Tỷ trọng thương mại của Trung Quốc thực hiện thanh toán bằng Nhân dân tệ**

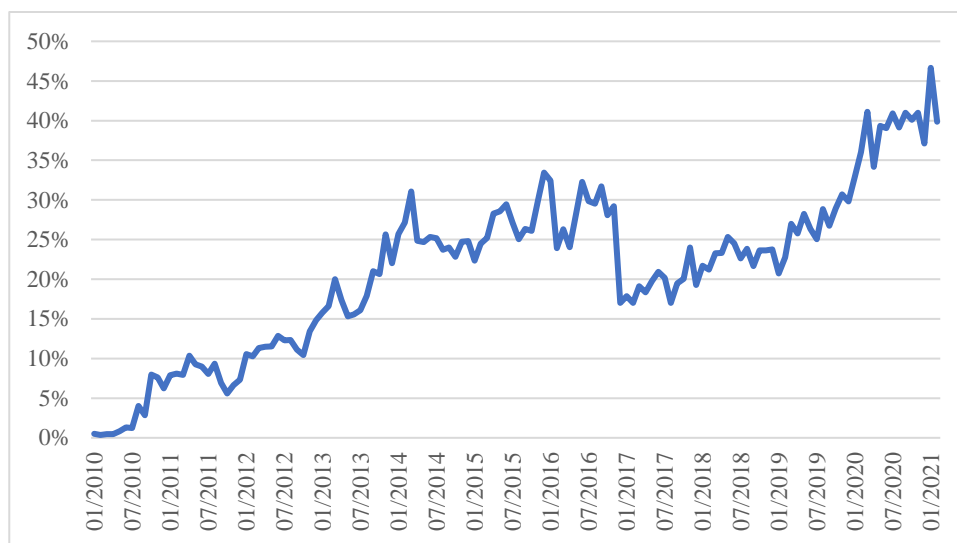


*Nguồn: Dữ liệu từ People's Bank of China*

Bên cạnh đó, tỷ trọng đồng Nhân dân tệ được sử dụng trực tiếp trong các giao dịch thanh toán xuyên biên giới tại Trung Quốc đã có mức gia tăng ấn tượng trong suốt giai đoạn 2010 đến nay. Bắt đầu từ tỷ lệ gần như bằng 0 vào năm 2010, tỷ trọng đồng Nhân dân tệ sử dụng trong thanh toán xuyên biên giới tại Trung Quốc đã tăng đến mức 46,65% vào tháng 1-2021, đưa Nhân dân tệ vượt qua đồng USD và Euro, trở thành đồng tiền chính trong giao dịch thương mại và thanh toán trong khu vực với Trung Quốc. Nếu tỷ trọng này tiếp tục tăng, cùng với vị trí trung tâm của Trung Quốc trong nền kinh tế và chuỗi cung ứng châu Á, Trung Quốc hoàn toàn có thể tái định hình và xây dựng một hệ thống tài chính khu vực với đồng Nhân dân tệ làm trung tâm (Kirshner, 2014).

Tuy nhiên, nếu thành công trong việc đưa đồng Nhân dân tệ trở thành trung tâm của hệ thống tài chính khu vực trong tương lai, Trung Quốc sẽ đồng thời có được các đặc quyền từ sức mạnh tài chính, bao gồm cả khả năng trừng phạt tài chính tương tự như Mỹ, nhưng ở mức độ khu vực. Đây là điều mà các quốc gia trong khu vực cần đặc biệt lưu ý nhằm có những giải pháp giảm thiểu mức độ dễ tổn thương của nền kinh tế trước những ảnh hưởng có thể sẽ xảy ra bởi Trung Quốc với hệ thống tài chính khu vực mới.

**Hình 3.2. Tỷ trọng thanh toán nước ngoài của Trung Quốc thực hiện bằng Nhân dân tệ**



*Nguồn: Dữ liệu từ People's Bank of China*

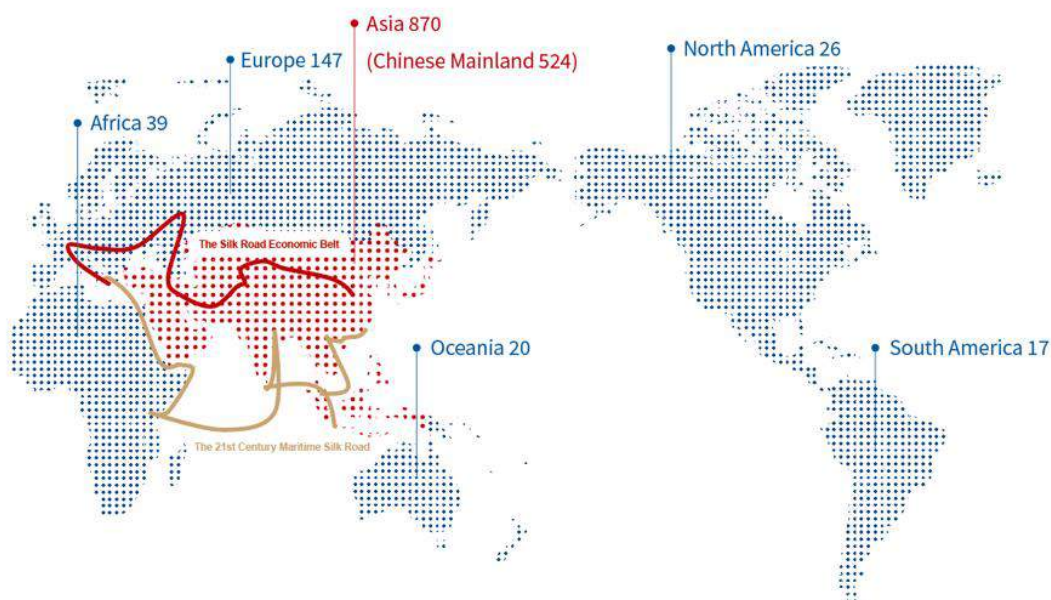
### 3.1.2. Đầu tư cơ sở hạ tầng - phát triển mạng lưới thanh toán quốc tế thay thế SWIFT

Được thành lập vào năm 1973, cho đến nay Hiệp hội Viễn thông liên ngân hàng và tài chính quốc tế (SWIFT) đã trải dài trên 200 quốc gia và là cơ sở hạ tầng thiết yếu giúp thực hiện thanh toán quốc tế. Mặc dù SWIFT không tham gia thanh toán bù trừ mà chỉ hỗ trợ xử lý thông tin thanh toán trao đổi giữa các ngân hàng, nhưng nếu một ngân hàng bị loại khỏi mạng lưới, về cơ bản ngân hàng đó sẽ bị loại khỏi hệ thống tài chính lớn nhất toàn cầu. Bằng cách này, việc kiểm soát SWIFT sẽ mang lại sức mạnh hệ thống đáng kể. Điển hình là việc Mỹ và Liên minh Châu Âu đã sử dụng ảnh hưởng của mình để buộc SWIFT ngắt kết nối với toàn bộ các ngân hàng Iran trong các giao dịch sử dụng đồng USD - đồng tiền thống trị thương mại thế giới - vào năm 2012 và các ngân hàng Triều Tiên năm 2017, gây tàn phá kinh tế đất nước nặng nề (Doshi, 2019). Trước nguy cơ gánh chịu các lệnh trừng phạt tương tự, các đối thủ của Mỹ - bao gồm cả Nga và Trung Quốc - đều nỗ lực phát triển các giải pháp thay thế SWIFT.

Hệ thống Thanh toán liên ngân hàng xuyên biên giới (Cross-border Interbank Payment System – CIPS) được Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc phát triển chỉ 1 năm sau lệnh trừng phạt đối với Iran và bắt đầu đi vào hoạt động từ năm 2015. Hệ thống này không chỉ làm nền tảng giúp Trung Quốc giảm bớt sự phụ thuộc đối với SWIFT, chống lại tác động của các lệnh trừng phạt tài chính (nếu xảy ra), mà còn gia tăng chủ quyền đối với tất cả thông tin đi qua mạng lưới của mình. Không những thế, tham vọng đối với CIPS còn vượt quá tham vọng đối với SWIFT khi hệ thống này không chỉ xử lý thông tin trao đổi mà còn cung cấp dịch vụ thanh toán bù trừ - tức tích hợp đầy đủ quy

trình thanh toán. Tính đến tháng 3-2021 đã có 1.162 tổ chức tài chính tại 99 nền kinh tế tham gia vào CIPS. Trong đó, 870 tổ chức (75%) thuộc khu vực châu Á, 147 tổ chức (12,65%) thuộc khu vực châu Âu, 39 tổ chức thuộc châu Phi, phần còn lại trải đều trên 3 khu vực Bắc Mỹ, Nam Mỹ và châu Đại Dương (CIPS, 2021).

**Hình 3.3. Số lượng các tổ chức tài chính tham gia CIPS theo khu vực – Tháng 3-2021**



*Nguồn: CIPS (2021)*

Mặc dù quy mô còn rất nhỏ so với SWIFT, đồng thời nhiều thỏa thuận hợp tác đã được ký kết giữa hai hệ thống, nhưng như lập luận bởi Prasad (2016): “Trung Quốc đủ sắc sảo để không thách thức SWIFT cho đến khi CIPS trưởng thành, nhưng chắc chắn một ngày nào đó thách thức sẽ đến”.

### **3.2. Những nỗ lực đa dạng hóa hệ thống tiền tệ thế giới từ các quốc gia khác**

Trung Quốc không đơn độc với mong muốn làm giảm bớt vai trò của đồng USD và ảnh hưởng của Mỹ đến hệ thống tài chính thế giới. Đặc biệt khi chính phủ Mỹ “vũ khí hóa” đồng USD nhằm tận dụng vị thế thống trị hiện tại của đồng tiền này để theo đuổi các mục tiêu chính trị. Điển hình có thể kể đến các lệnh trừng phạt và đơn phương trừng phạt đối với Iran vào năm 2012, 2018.

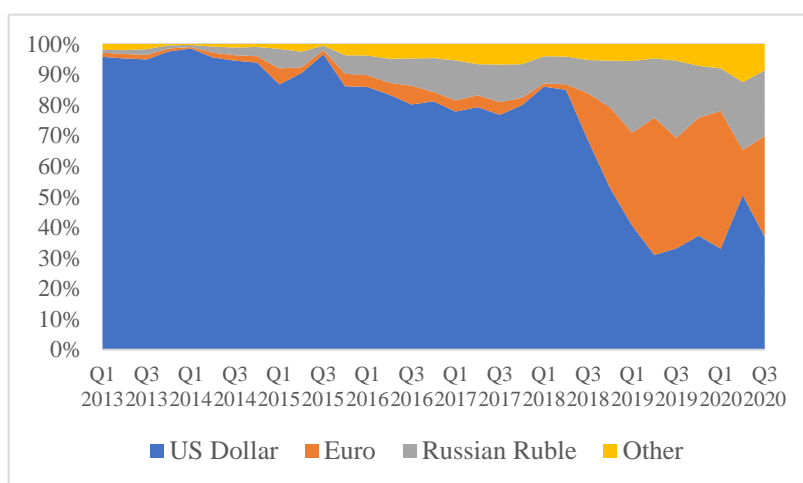
Sau các lệnh trừng phạt này, ngoài hệ thống CIPS được thành lập bởi Trung Quốc, Nga cũng đã cho ra đời hệ thống SPFS (System for Transfer of Financial Messages) nhằm tăng tính độc lập và sẵn sàng đối phó với các lệnh trừng phạt nếu có của Mỹ thông qua SWIFT. Đồng thời, đồng minh lâu đời của Mỹ là Liên minh châu Âu cũng thành lập



Instex (Instrument in Support of Trade Exchanges) – một nỗ lực nhằm tạo thuận lợi cho thương mại nhân đạo không dựa trên USD với Iran và để tránh các yếu tố trừng phạt của Mỹ. Dù độ bền của các nền tảng đối thủ này và các thỏa thuận tài chính quốc tế đều chưa chắc chắn, nhưng các động cơ phát triển của chúng dường như rất rõ ràng.

Song song đó, Nga cũng đã bắt đầu một chiến dịch “phi USD hóa” nền kinh tế với nỗ lực chuyển đổi phần lớn các giao dịch thương mại của mình từ USD sang đồng Euro và rúp Nga. Cho đến Quý III-2020, chỉ còn khoảng 36,9% giá trị xuất khẩu của Nga đến nhóm các nước BRICS (Brazil, Ấn Độ, Trung Quốc và Nam Phi) được sử dụng bằng đồng USD, giảm mạnh từ mức 95,8% vào đầu năm 2013. Mức sụt giảm này của USD chủ yếu được chuyển sang cho đồng Euro và đồng rúp Nga. Tỷ trọng đồng Euro trong xuất khẩu của Nga đến các nước BRICS đã tăng đáng kể từ 1,4% trong năm 2013 lên 45% trong Quý I-2020. Tỷ trọng đồng rúp được sử dụng cũng tăng tương ứng từ gần như bằng 0 vào năm 2013 lên đến 21,5% vào Quý III-2020.

**Hình 3.4. Tỷ trọng tiền tệ trong xuất khẩu của Nga đến nhóm các nước BRICS**

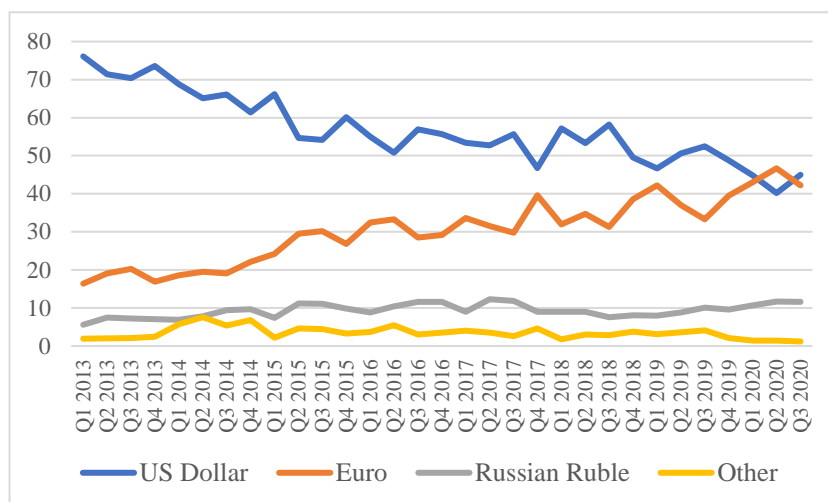


*Nguồn: Dữ liệu từ Central Bank of Russia*

Những nỗ lực tương tự được Nga thực hiện trong việc thay đổi tiền tệ trong các giao dịch xuất khẩu đến châu Âu. Tỷ lệ đồng USD sử dụng trong các giao dịch này từ 76% trong năm 2013 xuống mức chỉ còn 45% trong năm 2020. Tỷ trọng đồng Euro sử dụng trong xuất khẩu của Nga đến Eurozone đã tăng tương ứng từ chỉ 16,4% vào đầu năm 2013 lên mức dao động quanh 45%, ngang bằng tỷ trọng đồng USD trong suốt năm 2020. Những nỗ lực này đã giảm tỷ trọng đồng USD sử dụng trong tổng giá trị xuất khẩu của Nga từ mức 81,2% đầu năm 2013 xuống chỉ còn 56,6% vào Quý III-2020. Điều này dù chưa tác động nhiều đến tỷ lệ giao dịch bằng đồng USD trên toàn thế giới nhưng cho thấy

những động cơ và nỗ lực rõ ràng từ các nền kinh tế lớn trong việc giảm thiểu vị thế của USD và tái định hình hệ thống tài chính toàn cầu.

**Hình 3.5. Tỷ trọng tiền tệ trong xuất khẩu của Nga đến Liên minh châu Âu (%)**



Nguồn: Dữ liệu từ Central Bank of Russia

#### 4. Kết luận

Trong vài thập kỷ gần đây, trước tác động của cuộc khủng hoảng tài chính thế giới 2008 và hiện nay là đại dịch Covid-19, cùng sự đi lên mạnh mẽ của nền kinh tế Trung Quốc, các tranh luận về vị thế của đồng USD và tương lai của hệ thống tài chính thế giới ngày càng trở nên nóng bỏng. Xem xét các số liệu thống kê cập nhật nhất về vị thế của USD trong 3 vai trò cơ bản của tiền tệ là thước đo giá trị, phương tiện thanh toán và phương tiện cất trữ, kết quả cho thấy dù vẫn giữ vị thế cao trong vai trò “tiền tệ quốc tế”, nhưng những biến động với xu hướng giảm của tỷ trọng đồng bạc xanh trong thanh toán và dự trữ quốc tế đã xuất hiện và ngày càng trở nên rõ ràng.

Vị thế thống trị của đồng USD trong hệ thống tài chính thế giới đã mang đến cho Mỹ những lợi ích đặc biệt không chỉ về mặt tài chính là còn liên quan đến các quyền lực địa chính trị. Điều này đã thúc đẩy nhiều quốc gia nỗ lực đa dạng hóa hệ thống tiền tệ thế giới mà điển hình là Trung Quốc, Nga và cả các đồng minh của Mỹ như Liên minh châu Âu. Ngoài ra, với sự phát triển nhanh chóng của công nghệ và các đồng tiền điện tử, kể cả tiền điện tử do chính các ngân hàng trung ương phát hành, chắc chắn sẽ trở thành một thách thức lớn đối với vị thế của USD và là động lực mạnh mẽ cho sự tái định hình hệ thống tài chính toàn cầu.

## Tài liệu tham khảo

- Calleo DP. (2011) Twenty-First Century Geopolitics and the Erosion of the USD Order. In: Eric H & Jonathan K (eds) *The Future of the USD*. Cornell University Press, 164-190.
- CIPS. (2021) CIPS Participants Announcement. 63. (accessed 05-04-2021).
- Cohen BJ. (2015a) *Currency Power: Understanding Monetary Rivalry*: Princeton University Press.
- Cohen BJ. (2015b) The Demise of the USD? *Revue de la Régulation - Capitalisme, institutions, pouvoirs* 18.
- CPT. (2020) Will China's Push to Internationalize the Renminbi Succeed? (accessed 05-04-2020).
- Dorrucci E & McKay J. (2011) The international monetary system after the financial crisis. European Central Bank.
- Doshi R. (2019) China's Role in Reshaping the International Financial Architecture: Blunting U.S. Power and Building Regional Order. In: Tellis AS, Alison & Wills M (eds) *Strategic Asia 2019: China's Expanding Strategic Ambitions*. The National Bureau of Asian Research, 279 - 310.
- Eichengreen B. (2011a) *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the USD and the Future of the International Monetary System*, New York: Oxford University Press.
- Eichengreen B. (2011b) The renminbi as an international currency. *Journal of Policy Modeling* 33: 723-730.
- Emine B, Camila C, Georgios G, và cộng sự (2020) Patterns in invoicing currency in global trade. European Central Bank.
- Giannini C. (2011) *The Age of Central Banks*: Edward Elgar Publishing.
- Gopinath G & Stein JC. (2021) Banking, Trade, and the Making of a Dominant Currency. *The Quarterly Journal of Economics* 136: 783-830.
- Ignazio A, Agnès B-Q, Benjamin C, và cộng sự (2011) Global currencies for tomorrow: A European perspective. Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.
- Kirshner J. (2014) Regional Hegemony And An Emerging RMB Zone. In: Helleiner E & Kirshner J (eds) *The Great Wall of Money*. Cornell University Press, 213-240.
- Krugman P. (1984) The International Role of the USD: Theory and Prospect. In: Bilson JF & Marston RC (eds) *Exchange Rate Theory and Practice*. University of Chicago Press, 261-278.
- Matsuyama K, Kiyotaki N & Matsui A. (1993) Toward a Theory of International Currency. *Review of Economic Studies* 60: 283-307.
- Prasad E. (2016) *Gaining Currency: The Rise of the Renminbi*: xford University Press.
- Prasad E. (2019) Has the USD Lost Ground as the Dominant International Currency? : Brookings Institution Report.
- Rey H. (2001) International Trade and Currency Exchange. *The Review of Economic Studies* 68: 443-464.

Seghezza E & Morelli P. (2018) Rule of law and balance of power sustain US USD preeminence. *Journal of Policy Modeling* 40: 16-36.

Subramanian A. (2011) *Eclipse: Living in the Shadow of China's Economic Dominance*: Peterson Institute for International Economics.

## 5.

# MMT THÁCH THỨC HỆ THỐNG TIỀN TỆ TOÀN CẦU

Phan Thị Bích Nguyệt\*

Lê Đạt Chí\*

Phùng Thị Lan Nhi\*

### Tóm tắt

*Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008 đã gây ra những thay đổi lớn về cơ cấu trong chính sách kinh tế vĩ mô ở hầu hết quốc gia. Trong mười năm sau cuộc khủng hoảng, cả chính sách tài khóa lẫn chính sách tiền tệ ở các nước phát triển, thường được gọi là “phi truyền thống”, đã trở nên phổ biến, đặc biệt được áp dụng rộng rãi trong đại dịch Covid-19. Chính sách này được hậu thuẫn dựa trên lập luận của Lý thuyết tiền tệ hiện đại – MMT (Modern monetary theory). Tuy nhiên, chính sách kinh tế vĩ mô dựa trên lý thuyết tiền tệ hiện đại này đang tiềm ẩn những rủi ro nghiêm trọng trong trung hạn, có thể gây ra cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu mới. Trong ngắn hạn, chính sách đó đang thách thức hệ thống tiền tệ toàn cầu.*

**Từ khóa:** Lý thuyết tiền tệ hiện đại, chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa.

### 1. Giới thiệu

Các cá nhân, doanh nghiệp và cộng đồng đang cùng lúc gánh chịu tác động của đại dịch, đóng cửa, suy thoái và bạo loạn. Việc khôi phục lại các hoạt động kinh tế và sự ổn định đòi hỏi cần phải có niềm tin, khả năng lãnh đạo và chính sách vĩ mô phù hợp, nhằm cung cấp đưa ra định hướng và cung cấp một nền tảng mọi người và thương mại có thể bắt đầu quay trở lại tiếp tục với việc chấp nhận rủi ro và làm việc chăm chỉ. Trở lại với một vài thời đoạn điển hình của những thập niên trước, sau nội chiến là công cuộc Tái thiết (Reconstruction)<sup>2</sup> xây dựng đường sắt và thời kỳ đổi mới công nghệ bắt đầu vào khoảng

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: chitcdn@ueh.edu.vn

<sup>2</sup> Reconstruction: giai đoạn trong lịch sử Mỹ kéo dài từ 1865-1877 sau Nội chiến, đánh dấu một bước quan trọng trong lịch sử Mỹ

năm 1870. Cuộc Đại suy thoái đầu tiên được giảm nhẹ nhờ chi tiêu cơ sở hạ tầng cho các dự án như Đập Grand Coulee (1933-42) và cuối cùng là sự tăng trưởng nhanh chóng của các ngành công nghiệp chiến tranh khi Mỹ bước vào cuộc xung đột toàn cầu. Sự suy giảm và tăng trưởng yếu trong thời gian sau Chiến tranh thế giới thứ II được bù đắp vào những năm 1950 nhờ vào việc mở rộng chi tiêu cho quốc phòng, các dự án cơ sở hạ tầng khổng lồ (như hệ thống đường cao tốc liên bang Eisenhower) và sự gia tăng dân số từ thế hệ “bùng nổ trẻ sơ sinh - baby-boom”. Điều đáng chú ý, chẳng có phản ứng nào trong số những phản ứng này là các giải pháp đơn lẻ, thay vào đó các giải pháp đã tương tác với các chính sách khác và các xu hướng lớn hơn, và cần thời gian để phát huy tác dụng. Tuy nhiên, việc công bố và thực thi các chính sách công quan trọng đã có những tác động hữu hình về việc làm và chi tiêu, đồng thời cũng có những tác động tâm lý quan trọng hơn, qua đó niềm tin được khôi phục, tạo đà thúc đẩy hoạt động đầu tư và kinh doanh của khu vực tư nhân, từ đó khuếch đại ảnh hưởng của các chính sách công. Đây không phải là “quan hệ đối tác công tư” theo nghĩa lập trình mà thuật ngữ đó được sử dụng ngày nay. Nó là một hàm phối hợp, đệ quy, trong đó các sáng kiến của chính phủ thúc đẩy các nỗ lực tư nhân, đến lượt nó cung cấp tăng trưởng và doanh thu thuế để hỗ trợ cho chính phủ.

Phản ứng của chính sách tài khóa đối với đại dịch là gì? Nhìn chung, đã có phản ứng chính sách tiền tệ rộng lớn, in tiền và tăng thanh khoản khi cần thiết. Bên cạnh đó, đã có phản ứng chính sách tài khóa liên quan đến việc tăng trợ cấp thất nghiệp, các khoản vay mềm (soft loans)<sup>3</sup> để hỗ trợ bảng lương, và các gói cứu trợ của các hãng hàng không, khách sạn, khu nghỉ dưỡng và các ngành công nghiệp khác bị thiệt hại nặng nề trong thời kỳ suy thoái do đại dịch. Đằng sau những nỗ lực tiền tệ hóa các khoản nợ (debt-monetization)<sup>4</sup> và thâm hụt hàng tỷ đôla này là hỗn hợp kinh tế nhái (ersatz economic melange) được gọi là Lý thuyết tiền tệ hiện đại (Modern monetary theory - MMT), nhằm giảm bớt lo ngại về tính bền vững của nợ. Cho đến gần đây, MMT là quan điểm ít được chấp nhận, chỉ với một số ủng hộ ở phe cánh tả (cấp tiến).

Phần sau của bài viết này, chúng tôi sẽ xem xét MMT, chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa, như là các ứng phó với khủng hoảng. Không có chính sách nào trong số các chính sách này đạt được các mục tiêu chấm dứt tình trạng suy thoái, khôi phục việc làm bị mất và lấy lại tốc độ tăng trưởng thực. Có những lý do hợp lý về mặt thực tiễn và hành vi khiến các chính sách này không thành công. Điều này đưa đến những quan ngại

---

<sup>3</sup> soft loans: khoản vay dưới lãi suất thị trường

<sup>4</sup> debt-monetization: là việc chính phủ vay tiền từ ngân hàng trung ương, trong quá trình mua nợ, ngân hàng này sẽ tạo ra tiền mới. Đó là một trong những hoạt động thường được gọi là in tiền một cách không chính thức. Thực tiễn này cho phép chính phủ tài trợ cho thâm hụt của mình mà không cần tạo tiền trực tiếp.

về cuộc suy thoái chứ không phải chỉ cuộc suy trầm đơn thuần, và nó có thể phá hủy hệ thống tiền tệ toàn cầu.

## **2. MMT đối với việc thúc đẩy phục hồi kinh tế**

Nhu cầu chi tiền để đối phó với cú sốc kinh tế từ đại dịch COVID-19 đã đưa Lý thuyết tiền tệ hiện đại từ chỗ ít được quan tâm của chính sách kinh tế sang vị trí trung tâm. Các nhà Lý thuyết tiền tệ hiện đại như L. Randall Wray [1] và Warren Mosler [2] đưa ra sự pha trộn kỳ lạ giữa chủ nghĩa tiến bộ và khái niệm tiền mà Keynes [3] gọi là chủ nghĩa biểu đồ. Những người ủng hộ MMT chỉ là nhóm nhỏ nhưng có uy thế, đưa ra cho thế giới thứ thế giới muốn có nhất - tự do tiền tệ.

Hai tổ chức quan trọng, theo quan điểm của các nhà MMT, là Cục Dự trữ Liên bang và Kho bạc Hoa Kỳ. Fed và Kho bạc được thành lập riêng biệt và có cách thức quản lý khác nhau, nhưng chúng hoạt động cùng nhau theo nhiều cách. Kho bạc có tài khoản tại Fed, Fed mua nợ của Kho bạc bằng tiền in, và Fed chuyển lợi nhuận cho Kho bạc. Tuy nhiên, 2 thể chế có ranh giới này vẫn được các nhà kinh tế và hoạch định chính sách tôn trọng. Kho bạc không tạo ra tiền. Chi tiêu Kho bạc bị hạn chế nếu Quốc hội không cho phép hoặc nếu Fed không đưa ra mức lãi suất thấp và mua tài sản.

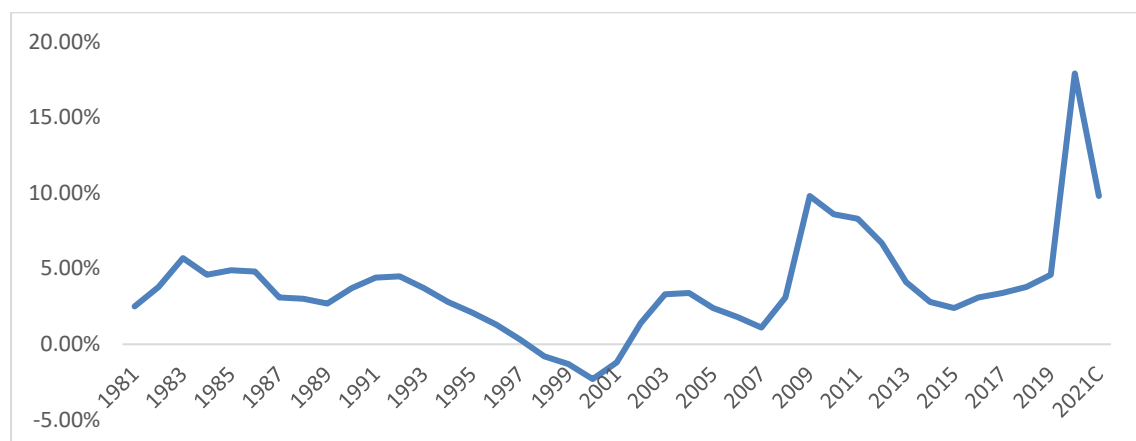
MMT không chấp nhận những ràng buộc này. Trên thực tế, các học giả MMT coi Kho bạc và Fed như là thực thể duy nhất. Trong mô hình của MMT, Kho bạc tạo ra tiền bằng cách chi tiêu. Khi Kho bạc chi tiêu tiền, tài khoản ngân hàng của Kho bạc tại Fed sẽ giảm, nhưng tài khoản ngân hàng khu vực tư nhân của các công ty hoặc người dân - những người nhận chi tiêu từ Kho bạc - lại tăng. Theo quan điểm này, tài sản của khu vực tư nhân tăng lên nhờ chi tiêu của Kho bạc. Kho bạc càng chi tiêu nhiều khu vực tư nhân càng trở nên giàu có.

Những người ủng hộ MMT coi tiền như một bút toán ghi sổ kế toán được khởi xướng bởi chi tiêu của Kho bạc và được hỗ trợ bởi quyền lực nhà nước; không có giới hạn về số tiền nhà nước có thể chi tiêu. Nếu điều đó đúng, không có vấn đề xã hội nào - bất kể là vấn đề nghèo đói cho đến các vấn đề liên quan đến cơ sở hạ tầng, cho đến giáo dục - không thể giải quyết được bằng việc tang chi tiêu. Đất nước không trở nên nghèo hơn khi Kho bạc vay và chi tiêu; nó trở nên giàu có hơn bởi chi tiêu của Kho bạc trở thành của cải của những người nhận.

Lý thuyết Tiền tệ hiện đại đã trở thành “lộc thánh” cho những thành viên Quốc hội đang tìm cách tăng chi tiêu thâm hụt, việc thâm hụt trong hơn 1 năm qua bằng mức nợ công tích lũy của mọi tổng thống cộng lại, từ George Washington đến Bill Clinton. Quốc hội không ngại chi tiền, nhưng họ cần là một lý thuyết hậu thuẫn khi thâm hụt dự kiến

trong 1 năm hơn 20% GDP (hình 1). Lý thuyết tiền tệ hiện đại đáp ứng được yêu cầu đó. Nhưng những thâm hụt này đang ngày lớn hơn [4].

**Hình 1: Thâm hụt ngân sách của Mỹ trên GDP 1981-2021 (%)**



Nguồn: “US Budget Deficit by Year Compared to GDP, Debt Increase, and Events”, tại <https://www.thebalance.com/us-deficit-by-year-3306306>

Lý thuyết tiền tệ hiện đại là “bình mới rượu cũ”. “Rượu cũ” bao gồm niềm tin rằng giá trị của tiền được tạo ra bởi mệnh lệnh chính phủ và khối lượng tiền không giới hạn, bởi chính phủ không cho người dân lựa chọn nào khác ngoài việc sử dụng tiền của họ để thanh toán thuế. Miễn là tiền của chính phủ là phương tiện duy nhất được sử dụng để nộp thuế, công dân phải có được loại tiền được chấp thuận đó để tránh bị giam giữ do trốn thuế. Đó là hệ thống khép kín không có lối thoát. Cái “bình mới” bao gồm việc đưa MMT vào danh sách các chương trình tiến bộ, như chăm sóc sức khỏe cho tất cả mọi người, miễn học phí, giữ trẻ miễn phí và đảm bảo thu nhập cơ bản. Trong những năm trước đây, các đề xuất chính sách này thường dễ bị lạc lối, bởi theo nhiều chuyên gia “chúng ta không thể đáp ứng được”. Ngày nay, những người ủng hộ MMT trả lời rằng “Có, chúng ta có thể,” với lớp vỏ về sự tôn trọng lý thuyết. Kẹt ở giữa là các nhà lập pháp, những người trước đây có trực giác rằng có những giới hạn về chi tiêu thâm hụt (ngay cả khi những người theo chủ nghĩa tự do và những người bảo thủ không đồng ý về những giới hạn đó có thể là gì) và bây giờ chẳng thấy giới hạn nào, miễn là chi tiêu giải quyết các vấn đề ngắn hạn do đại dịch và suy thoái kinh tế.

Người ủng hộ mạnh nhất cho MMT là Stephanie Kelton [5]. Trong phiên bản MMT của Kelton, cơ sở hạ tầng xuống cấp có thể được khắc phục ngay lập tức bằng cách chi tiền vào việc cải tiến. Tổng khoản nợ vay của sinh viên trị giá 1.6 nghìn tỷ USD đang cản



trở việc hình thành hộ gia đình và biến thế hệ thiên niên kỷ (Millennials)<sup>5</sup> thành nô lệ nợ, và sau đó có thể được giải quyết bằng cách xóa nợ. Tình trạng thất nghiệp và thiếu việc làm được giải quyết thông qua việc đáp ứng mức thu nhập cơ bản, dưới hình thức chi phiếu hàng tháng chính phủ gửi đến người dân Mỹ, không hề có yêu cầu phải tìm kiếm việc làm hoặc các ràng buộc nào khác đi kèm. Các chương trình như thế và các chương trình khác của chính phủ có thể được tài trợ bởi các khoản chi của Kho bạc và tiền tệ hóa từ nợ của Fed.

Kelton cũng cho thấy mặt tối của MMT - chính phủ độc quyền về “bạo lực” và sẵn sàng sử dụng nó để chống lại những người dân phản đối việc sử dụng tiền của nhà nước. MMT có chủ đích lại là cách tiếp cận của thế kỷ 21 đối với các vấn đề tài chính công và tăng trưởng kinh tế. Trên thực tế, những người ủng hộ MMT dựa trên các nguyên lý của chủ nghĩa biểu đồ, đã được phát triển gần 1 thế kỷ của Georg Friedrich Knapp [6].

Theo Kelton và Knapp, tiền của bạn có giá trị bởi nhà nước nói như vậy. Từ suy luận này, Kelton và cộng sự [7] [8] đã mở rộng ra nhiều hướng. Nếu tiền là những gì nhà nước nói, bất cứ thứ gì cũng có thể là tiền, kể cả vàng. Vào trước cuối thế kỷ 20, hầu hết tiền của nhà nước là vàng. Kelton khẳng định vàng là tiền không chỉ vì sự khan hiếm hay tiện ích, còn vì nhà nước tuyên bố tiền như vấn đề tập quán hơn là sự cần thiết. Một khi tờ giấy trở thành đối tượng của lời tuyên bố, tờ giấy trở thành tiền và vai trò của vàng bị chấm dứt. Kelton cho rằng nợ và tín dụng là những thứ giống nhau, được nhìn từ các khía cạnh khác nhau. Nếu chính phủ Mỹ chuyển USD cho người nắm giữ, nghĩa là Mỹ là con nợ vì USD là nợ phải trả của NHTW, và người nắm giữ là chủ nợ vì họ chấp nhận và giữ khoản nợ. “Khái niệm rằng tiền bằng nợ” cho phép Kelton tạo ra “hệ thống phân cấp của tiền”.

Đúng là NHTW và Kho bạc có thể phối hợp cùng nhau trong tình thế gọi là “thống trị tài khóa” để tiền tệ hóa khoản nợ không giới hạn của chính phủ và hỗ trợ chi tiêu chính phủ không giới hạn. MMT đã phớt lờ nhiều vấn đề về thâm hụt thương mại và đầu tư, cho đến vấn đề liệu việc tạo ra tiền có giới hạn pháp lý hay giới hạn tâm lý hay không. Nguồn gốc thực sự của trạng thái tiền đó là niềm tin. Nếu 2 bên tham gia giao dịch tin tưởng rằng phương tiện trao đổi của họ là tiền, và những người khác cũng tin tưởng như vậy, phương tiện đó sẽ đóng vai trò là tiền trong xã hội rộng lớn hơn.

Khó khăn đối với niềm tin là nó rất mong manh, dễ mất đi và không thể lấy lại được. MMT lại xem sự tin tưởng là điều hiển nhiên. Lý do việc bỏ qua sự tin tưởng là từ việc

---

<sup>5</sup> Millennials là lớp người sinh ra và lớn lên vào những năm cuối cùng của thiên niên kỷ trước và họ trở thành người trưởng thành trong giai đoạn chuyển giao thiên niên kỷ

quá dựa vào các mô hình định lượng hay quyền lực nhà nước. Các nhà nghiên cứu bỏ qua yếu tố tâm lý vì nó không nằm trong các mô hình cân bằng định lượng.

Điểm mù khác của MMT là vòng quay của tiền (turnover/velocity of money). Tốc độ của tiền hiếm khi được thảo luận trong tài liệu MMT. Chỉ còn cách bỏ qua vòng quay, Kelton và Wray mới có thể loại bỏ được siêu lạm phát khi niềm tin vào tiền của chính phủ bị xói mòn. Không phải việc in tiền mà là sự điều chỉnh về hành vi này là nguyên nhân thực sự của lạm phát. Niềm tin và vòng quay có tương quan nghịch là điểm yếu của MMT.

Những thử thách của MMT sẽ rõ ràng trong vài năm tới. Điều này có thể diễn ra như giảm phát dai dẳng (vì các chính sách MMT không thể tạo ra tăng trưởng) hoặc như lạm phát (vì các chính sách MMT phá hủy sự tin tưởng vào tiền của nhà nước). Có khả năng cả 2 sẽ xuất hiện: giảm phát đầu tiên, sau đó là lạm phát.

Hiện tại, tầm quan trọng của MMT không phải là nó có tác dụng hay không, mà là cung cấp một tấm áo choàng của sự tín nhiệm đáng để Quốc hội chi tiêu số tiền không giới hạn và để NHTW tiền tệ hóa khoản chi tiêu đó. Theo quan điểm của chúng tôi, hiệu quả chính sách tiền tệ bao gồm các giải pháp thao túng lãi suất, mua tài sản đã giảm giá đáng kể khi tỷ lệ nợ trong nền kinh tế đang quá cao, lãi suất chạm ngưỡng bằng không và hệ số nhân tiền tệ quá thấp (Hình 2). Vai trò của chính sách tiền tệ đã không thể phát huy tác dụng kích thích tăng trưởng nay còn hỗ trợ cho chính sách tài khóa trong các gói chi tiêu của chính phủ. Chúng tôi tiếp tục đánh giá từng chính sách trong việc phục hồi kinh tế Mỹ.

## Hình 2: Diễn biến trong chính sách tiền tệ và số nhân tiền tệ 100 năm qua của Mỹ



Nguồn: Data Sources: U.S. Treasury Department, U.S. Federal Reserve

### 3. Chính sách tiền tệ và tốc độ của tiền

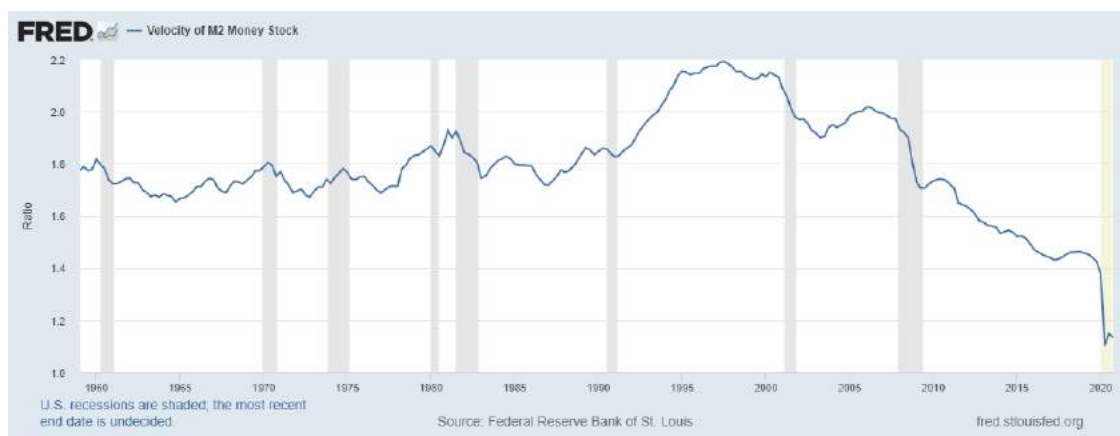
Lý thuyết tiền tệ của Milton Friedman [9], với ý tưởng cơ bản của nó là những thay đổi trong cung tiền là nguyên nhân quan trọng nhất dẫn đến những thay đổi trong GDP. Những thay đổi GDP được chia thành hai phần: một thành phần là phần thực, tạo ra lợi nhuận thực và phần còn lại là lạm phát. Phần thực cộng với phần lạm phát sẽ bằng mức tăng danh nghĩa.

Đóng góp của Friedman là ông đã chỉ ra rằng việc tăng cung tiền để tăng sản lượng sẽ chỉ có tác dụng đến một thời điểm nhất định; ngoài ra, lợi nhuận danh nghĩa sẽ bị ăn mòn bởi lạm phát. Trên thực tế, Fed có thể in tiền để có được tăng trưởng danh nghĩa, nhưng sẽ có một giới hạn đối với mức độ tăng trưởng thực có thể có.

Một nhà tiền tệ nói rằng nếu tăng trưởng thực được giới hạn ở mức 4%, chính sách lý tưởng là chính sách trong đó cung tiền tăng ở mức 4%, vận tốc không đổi và mức giá không đổi. Điều này tạo ra tăng trưởng thực tối đa và lạm phát bằng không. Tất cả đều khá đơn giản, miễn là vòng quay của tiền không đổi.

Thực tế, vòng quay của tiền không phải là hằng số, trái với luận điểm của Friedman. Vòng quay của tiền là yếu tố Fed không thể kiểm soát. Vòng quay bị chi phối bởi tâm lý: Nó phụ thuộc vào cách một cá nhân cảm nhận về triển vọng kinh tế của mình. Vòng quay là hiện tượng hành vi không được đề cập trong các lý thuyết về tiền tệ.

#### Hình 3: Vòng quay của tiền của Mỹ

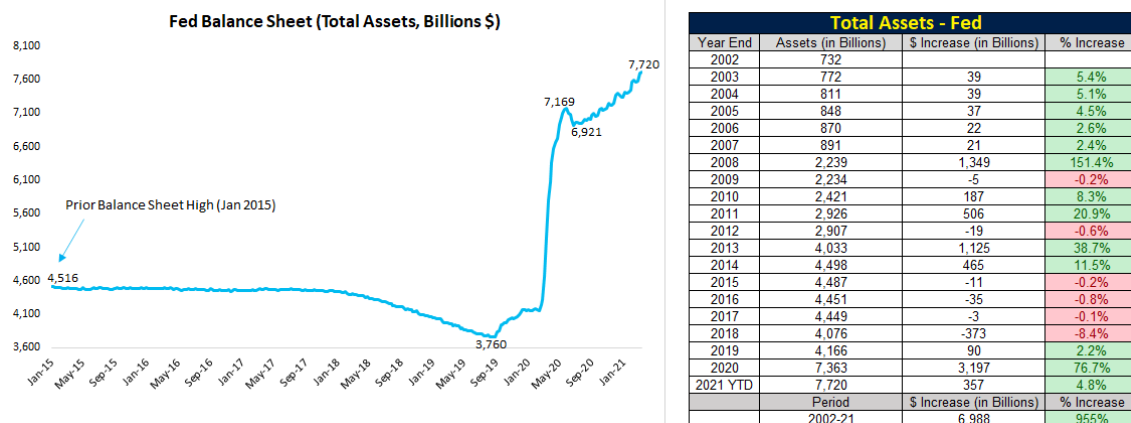


Nguồn: Federal Reserve Economic Data - <https://fred.stlouisfed.org/series/M2V>

Vòng quay của M2 đạt đỉnh là 2.2 vào năm 1997 và đã giảm mạnh kể từ đó đến nay. Khi giảm về còn 2.0 vào năm 2006, ngay trước cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, và sau đó giảm xuống 1.7 vào giữa năm 2009 khi cuộc khủng hoảng chạm đáy. Vòng quay tiếp tục giảm xuống 1.43 vào cuối năm 2017, bất chấp chính sách in tiền và lãi suất bằng

0 của Fed (2008-15). Ngay cả trước khi sụt giảm mạnh liên quan đến đại dịch gần đây, vòng quay đã giảm xuống 1.37 vào đầu năm 2020. 6 tháng sau ngày xảy ra đại dịch, bong bóng nợ phình to và các nhà điều hành Fed đã kêu gọi phản ứng chính sách tài khóa nhiều hơn khi các công cụ chính sách tiền tệ của họ đã cạn kiệt.

#### Hình 4: Tài sản của Fed đang gia tăng mạnh trong 1 năm qua.



Nguồn: Chartlibellello

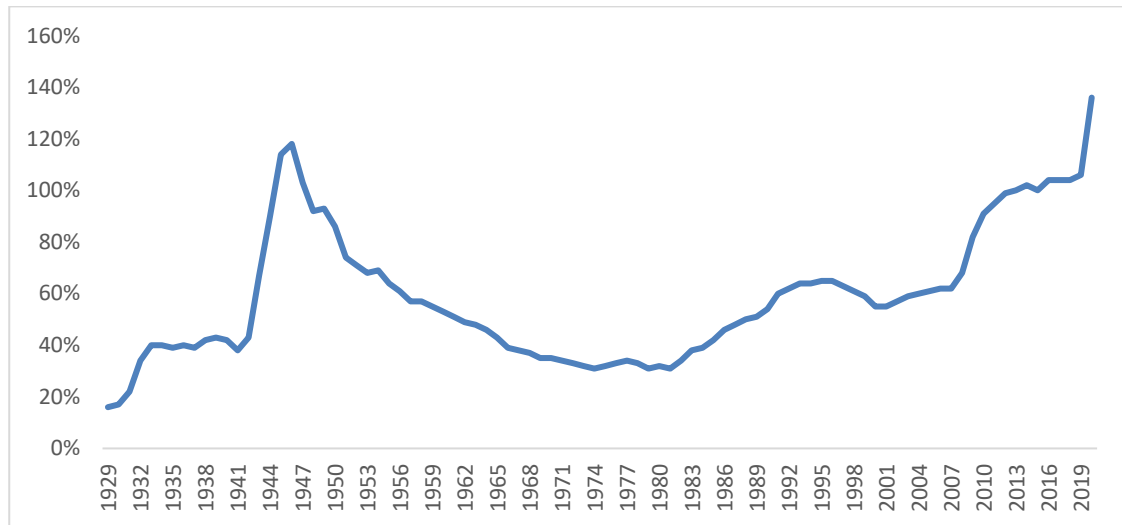
#### 4. Thách thức từ chính sách tài khóa

Sau khi lãi suất ngắn hạn chạm ngưỡng 0 và cơ sở tiền tệ mở rộng đáng kể, chính sách tiền tệ về cơ bản đã hết tác dụng. Vì vậy, chính sách tài khóa diễn ra dưới dạng thâm hụt lớn và một phần đáng kể của những khoản thâm hụt đó được in tiền vì không có người nắm giữ tiền hiện tại thực sự mua Kho bạc.

Năm 2020, Quốc hội cho phép chi tiêu thâm hụt nhiều hơn so với 8 năm qua cộng lại. Quốc hội tiếp tục sẽ bổ sung vào khoản nợ công trong giai đoạn 2020-21, nhiều hơn so với khoản nợ tích lũy của tất cả đời tổng thống từ George Washington đến Bill Clinton. “Lẽ hội” chi tiêu này bao gồm 26 tỷ USD cho việc kiểm tra vi rút; 126 tỷ USD cho chi phí hành chính của các chương trình; 217 tỷ USD viện trợ trực tiếp cho chính quyền tiểu bang và địa phương; 312 tỷ USD cho sức khỏe cộng đồng; 513 tỷ USD giảm thuế cho doanh nghiệp; 532 tỷ USD để cứu trợ các tập đoàn lớn; 784 tỷ USD viện trợ cho các cá nhân như trợ cấp thất nghiệp, nghỉ phép có lương và thanh toán trực tiếp bằng tiền mặt; và 810 tỷ USD cho doanh nghiệp nhỏ theo Chương trình bảo vệ tiền lương. Điều này xảy ra ngay sau khi ngân sách thâm hụt cơ sở là 1 nghìn tỷ USD. Kết hợp thâm hụt cơ sở và chi tiêu đã được phê duyệt nâng tổng thâm hụt năm 2020 lên 4.3 nghìn tỷ USD. Khoản nợ tăng thêm đó sẽ làm tăng tỷ lệ nợ trên GDP của Mỹ lên 130%. Đó là con số cao nhất

trong lịch sử nước Mỹ và đưa Mỹ vào cùng liên minh siêu nợ như Nhật Bản, Hy Lạp, Ý và Lebanon (Hình 5).

**Hình 5: Tỷ lệ nợ chính phủ Mỹ/GDP 1929-2020 (%)**



Nguồn: “US National Debt by Year Compared to GDP and Major Events”, tại <https://www.thebalance.com/national-debt-by-year-compared-to-gdp-and-major-events-3306287>

Không có nghi ngờ gì về số lượng chi tiêu thâm hụt và tác động của nó đối với các tỷ lệ nợ quan trọng. Có rất ít cuộc tranh luận về sự cần thiết cho chi tiêu của chính phủ để giữ nền kinh tế không rơi vào vòng xoáy suy thoái. Tuy nhiên, chi tiêu không phải là "kích thích nền kinh tế". Quốc hội đang chi tiền như cầu nổi tạm thời cho đến khi tăng trưởng được phục hồi, nhưng những chi tiêu như vậy sẽ không mang lại tăng trưởng. Lý do nằm ở cả phân tích kinh tế cổ điển của John Maynard Keynes và phân tích gần đây của các nhà kinh tế Carmen Reinhart và Kenneth Rogoff [10].

Ý tưởng rằng chi tiêu thâm hụt có thể kích thích một nền kinh tế bị đình trệ có từ thời John Maynard Keynes [11]. Keynes cho rằng sản lượng là hàm của cải hay là tổng cầu. Điều này thường được thúc đẩy bởi nhu cầu kinh doanh và nhu cầu người tiêu dùng. Đôi khi, nhu cầu này bị thiếu hụt vì tình trạng suy thoái hoặc giảm phát đẩy người tiêu dùng vào bẫy thanh khoản. Trong tình trạng này, người tiêu dùng thích tiết kiệm hơn là chi tiêu, cả vì giá cả đang giảm và giá trị của tiền mặt đang tăng lên. Trong những tình trạng đó, thật khôn ngoan nếu trì hoãn chi tiêu (vì sau này giá sẽ rẻ hơn) và tăng tiết kiệm (vì giá trị thực của tiền mặt đang tăng lên). Giải pháp của Keynes cho bẫy thanh khoản là yêu cầu các chính phủ can thiệp vào chi tiêu của chính phủ để thay thế chi tiêu của cá nhân. Thâm hụt là cách hoàn toàn có thể

chấp nhận được để làm điều này, nhằm phá vỡ nút thắt của giảm phát và hồi sinh cái mà Keynes gọi là "tinh thần động vật" (*animal spirits*)<sup>6</sup>.

Keynes còn đi xa hơn và nói rằng mỗi USD chi tiêu của chính phủ có thể tạo ra nhiều hơn 1USD tăng trưởng. Khi chính phủ chi tiền (hoặc cho đi), người nhận sẽ chi tiền cho hàng hóa hoặc dịch vụ. Đến lượt những nhà cung cấp hàng hóa và dịch vụ đó sẽ trả cho các nhà bán buôn và nhà cung cấp của họ, điều này sẽ làm tăng vòng quay của tiền. Tùy thuộc vào điều kiện kinh tế chính xác, có thể tạo ra \$1.3 GDP danh nghĩa cho mỗi \$1 chi tiêu thâm hụt. Đây là hệ số nhân Keynes nổi tiếng. Ở mức độ nào đó, thâm hụt sẽ tự động được bù đắp khi tăng sản lượng và tăng thuế.

Trên thực tế, lý thuyết của Keynes không phải là lý thuyết chung chung mà là lý thuyết đặc biệt. Nó sẽ chỉ có tác dụng trong những điều kiện hạn chế. Nó có tác dụng khi nền kinh tế bắt đầu suy thoái hoặc trong giai đoạn đầu của sự phục hồi. Nó có tác dụng khi mức nợ chính phủ ban đầu thấp và bền vững. Nó có tác dụng trong điều kiện giảm phát và xuất hiện bẫy thanh khoản thực sự.

Giải pháp hạn chế của Keynes đã được chuyển thành một phương thuốc vạn năng các khoản thâm hụt có thể được sử dụng để thúc đẩy tăng trưởng vào mọi lúc và mọi nơi (cho rằng chi tiêu nhằm vào các mục tiêu xã hội được giới học thuật chấp thuận). MMT là phép phản chứng (*reductio ad absurdum*)<sup>7</sup> của những gì đến từ MIT. Niềm tin rằng chi tiêu thâm hụt với bất kỳ số lượng nào tại bất kỳ thời điểm nào cũng tạo ra tăng trưởng nhiều hơn số tiền được chi tiêu, là điều nằm sau tuyên bố về "kích thích" trong bối cảnh quốc hội đang rất lo ngại về thâm hụt hàng nghìn tỷ USD hiện tại. Đây là niềm tin sai lầm.

Trên thực tế, thế giới và Mỹ tiến rất chậm chạp để tới gần hơn những gì Carmen Reinhart và Ken Rogoff [12] mô tả, đó là điểm vô định nhưng có thực, nơi đó gánh nặng nợ ngày càng gia tăng kích hoạt việc thu hồi của chủ nợ, buộc một quốc gia mắc nợ phải thắt lưng buộc bụng, vỡ nợ hoàn toàn hoặc lãi suất cao ngất ngưỡng.

Điểm thu hồi chủ nợ, là nơi số nợ nhiều hơn không tạo ra sự tăng trưởng tương xứng do mất sự tin tưởng vào đồng tiền của con nợ, được đưa ra như sau: Một quốc gia bắt đầu với tỷ lệ nợ trên GDP có thể kiểm soát được, thường được định nghĩa là dưới 60%. Để tìm kiếm sự tăng trưởng kinh tế, có thể để thoát khỏi suy thoái kinh tế hoặc đơn giản để

---

<sup>6</sup> *animal spirits*: Tinh thần động vật hay còn gọi dưới dạng xã hội là "Tâm lý đám đông" được sử dụng để mô tả tâm lý của con người chỉ phối niềm tin tiêu dùng, tâm lý đám đông tạo ra lòng tin của con người. John Maynard Keynes tin rằng đầu tư xuất hiện vào những lúc bùng phát tinh thần lạc quan, mà ông gọi là tinh thần bầy đàn

<sup>7</sup> *reductio ad absurdum*: là một trong các phương pháp chứng minh gián tiếp. Phương pháp này chứng minh một phát biểu bằng cách cho thấy rằng kịch bản ngược lại sẽ dẫn đến một điều vô lý hoặc một sự mâu thuẫn

mua phiếu bầu, các nhà hoạch định chính sách bắt đầu đi theo con đường gia tăng vay nợ và chi tiêu thâm hụt. Ban đầu, kết quả có thể tích cực. Một số hệ số nhân theo trường phái Keynes có thể phát huy tác dụng, đặc biệt nếu nền kinh tế chưa sử dụng hết năng lực công nghiệp và lực lượng lao động và giả định rằng số tiền đi vay được sử dụng một cách khôn khéo để mang lại kết quả tích cực.

Theo thời gian, tỷ lệ nợ trên GDP tăng lên trong khoảng 70-80%. Các khu vực bầu cử chính trị phát triển xung quanh việc tăng chi tiêu. Bản thân việc chi tiêu trở nên kém hiệu quả hơn; phần nhiều được chi tiêu cho tiêu dùng hiện tại dưới dạng các quyền lợi, lợi ích và các tiện ích công cộng kém hiệu quả, các tổ chức cộng đồng và công đoàn người lao động. Quy luật lợi nhuận cận biên giảm dần bắt đầu trói buộc. Tuy nhiên, sự thèm muốn của công chúng đối với chi tiêu thâm hụt và hàng hóa công là không thể thỏa mãn được. Tỷ lệ nợ trên GDP cuối cùng đã vượt qua 90%.

Nghiên cứu của Reinhart và Rogoff [12] cho thấy tỷ lệ nợ trên GDP 90% không còn tạo ra sự thay đổi nữa; đúng hơn đó là cái các nhà vật lý gọi là ngưỡng tới hạn mà tại đó sự chuyển pha xảy ra. Tác động đầu tiên là hệ số nhân Keynes giảm xuống dưới 1. 1USD nợ và chi tiêu tạo ra ít hơn 1USD tăng trưởng. Không có tăng trưởng ròng nào được tạo ra bởi nợ tăng thêm, trong khi lãi suất của nợ sẽ tự làm tăng tỷ lệ nợ trên GDP. Ngày nay, việc tạo ra nợ liên quan đến đại dịch không chỉ “gia tăng” đơn thuần nữa mà nó đang theo cấp số nhân so với thâm hụt trước đó. Tỷ lệ nợ trên GDP đã vượt quá ranh giới đỏ 90% của Reinhart Rogoff.

Các chủ nợ ngày càng lo lắng trong khi tiếp tục mua thêm nợ với hy vọng hảo huyền rằng các nhà hoạch định chính sách sẽ đảo ngược hướng đi, hoặc tăng trưởng sẽ xuất hiện một cách tự nhiên để giảm tỷ lệ này. Điều này không thể xảy ra. Xã hội đã quen với việc vay nợ. Hoa Kỳ là thị trường tín dụng tốt nhất trên thế giới và vay bằng đồng tiền nước này in ra; chỉ vì mỗi lý do đó, nước Mỹ đã có thể theo đuổi động lực nợ không bền vững lâu hơn các quốc gia khác. Tuy nhiên, lịch sử chỉ ra rằng luôn có giới hạn.

Những người đang cân nhắc các kịch bản “trò chơi kết thúc” đều đồng ý rằng việc vỡ nợ của Mỹ (cho dù do không thanh toán hay lạm phát) sẽ không xảy ra trong tương lai gần. Điều này không có nghĩa mọi thứ đang ổn. Nét nổi bật trong nghiên cứu Reinhart-Rogoff không phải là sự vỡ nợ không xảy ra, mà là sức nặng của cấu trúc cản trở (structural headwind) với tăng trưởng [13]. Kết luận chính của Reinhart-Rogoff là đối với tỷ lệ nợ trên GDP của 90%, “tỷ lệ tăng trưởng trung vị (median growth rates) giảm 1% và tỷ lệ tăng trưởng trung bình giảm nhiều hơn đáng kể”. Quan trọng hơn, Reinhart và Rogoff nhấn mạnh “tầm quan trọng của sự phi tuyến tính trong mối liên hệ giữa nợ và tăng trưởng.” Đối với tỷ lệ nợ trên GDP dưới 90%, “không có mối quan hệ mang tính hệ

thông nào giữa nợ và tăng trưởng”. Nói cách khác, mối quan hệ giữa nợ và tăng trưởng không chặt chẽ tại các tỷ lệ thấp hơn; các yếu tố khác, bao gồm chính sách thuế, tiền tệ và thương mại, tất cả đều tác động đến tăng trưởng. Khi vượt qua ngưỡng 90%, nợ là yếu tố chi phối. Tỷ lệ nợ trên GDP trên mức 90%, một nền kinh tế được xem vượt qua ngưỡng và vào một thế giới mới với lợi nhuận cận biên đối với nợ bị âm, tăng trưởng chậm, và cuối cùng là vỡ nợ bằng việc không thể thanh toán, lạm phát hoặc thương lượng lại.

Điểm vỡ nợ này có lẽ sẽ đến, nhưng nó sẽ được báo trước bởi thời gian dài tăng trưởng yếu, lương trì trệ, gia tăng bất bình đẳng thu nhập và bất hòa trong xã hội. Những nghiên cứu đáng chú ý khác cũng đi đến kết luận tương tự. Reinhart và Rogoff có thể đã dẫn đầu trong lĩnh vực này, nhưng họ không hề sai. Bằng chứng đến nay cho thấy các nền kinh tế phát triển, đặc biệt là Mỹ, đang ở trong vùng nguy hiểm.

Điểm cuối cùng là sự sụp đổ nhanh chóng niềm tin vào nợ của Mỹ và đồng USD. Điều này có nghĩa lãi suất cao hơn để thu hút USD của các nhà đầu tư tiếp tục tài trợ cho các khoản thâm hụt. Dĩ nhiên, lãi suất cao hơn có nghĩa thâm hụt lớn hơn, điều này làm tình hình nợ xấu hơn. Fed tiếp tục tiền tệ hóa các khoản nợ, tiếp tục thêm con đường để mất niềm tin. Bạn không thể vay theo cách của bạn để thoát khỏi bẫy nợ và bạn không thể in tiền cách của bạn để thoát khỏi bẫy thanh khoản. Kết quả 10 năm tới tăng trưởng chậm lại, thất lung buộc bụng, áp chế tài chính (financial repression: khi lãi suất được giữ ở mức thấp hơn tỷ lệ lạm phát để dần làm mất hoàn toàn giá trị thực của nợ), và khoảng cách giàu nghèo ngày càng mở rộng. Thập kỷ tăng trưởng tiếp theo của Hoa Kỳ sẽ giống như 3 thập kỷ qua ở Nhật Bản. Không phải là sự sụp đổ mà là sự trì trệ kéo dài, chậm chạp [14].

## 5. Kết luận

Lý thuyết tiền tệ hiện đại đã trở thành công cụ cho các chính sách tiền tệ hóa khoản nợ ở các nước có đồng tiền làm phương tiện thanh toán quốc tế. Việc in tiền ở các nước này trở nên ngày một nhiều nhằm tài trợ cho những thâm hụt tài khóa. Tuy nhiên, lý thuyết ca ngợi sức mạnh cưỡng chế của nhà nước và không công nhận tầm quan trọng của niềm tin trong hoạt động của hệ thống tiền tệ. Chính sách tiền tệ đang bỏ qua gốc rễ hành vi của vòng quay, chỉ dựa vào việc tạo ra tiền và không hiểu tại sao mọi người lại từ chối tiêu tiền. Chính sách tài khóa đã đẩy tỷ lệ nợ quá cao khiến người dân phải thích ứng hành vi thâm hụt trong một thế giới mà tình trạng vỡ nợ, lạm phát hoặc thuế cao hơn là những lối thoát duy nhất. 3 con đường đó có điểm chung - nó báo trước việc tiết kiệm nhiều hơn và chi tiêu ít đi để chuẩn bị cho giai đoạn tàn cuộc của kinh tế. Trên cả 3 con đường đó, giảm phát luôn đe dọa nền kinh tế.



Giảm phát là kết quả đáng sợ nhất vì nó làm cho gánh nặng nợ trở nên xấu hơn, nhưng đó là kết quả có khả năng xảy ra nhất do bẫy thanh khoản tự thực hiện. Giảm phát có nghĩa mức giá của hàng hóa và dịch vụ giảm. Giá thấp hơn cho phép mức sống cao hơn ngay cả khi tiền lương không đổi, vì hàng tiêu dùng có giá thấp hơn. Đây có vẻ như là kết quả đáng mong đợi, dựa trên những tiến bộ trong công nghệ và năng suất dẫn đến một số sản phẩm có giá giảm theo thời gian.

Tuy nhiên, NHTW lại thích lạm phát vì nó xóa nợ chính phủ, giảm tỷ lệ nợ trên GDP và hỗ trợ các ngân hàng. Giảm phát có thể giúp ích người tiêu dùng và người lao động, nhưng nó lại làm tổn hại đến Kho bạc và các ngân hàng và bị Fed kiên quyết phản đối. Theo quan điểm của Fed, hỗ trợ nền kinh tế và giảm tỷ lệ thất nghiệp là những sản phẩm phụ tình cờ của việc thúc đẩy lạm phát. Hậu quả của những động lực giảm phát này là phải có lạm phát, và Fed phải gây ra lạm phát. Điều trớ trêu là Fed không biết phải làm thế nào. Và ngày nay, Kho bạc đứng ra chi tiêu để thúc đẩy lạm phát Fed mong muốn. Nước Mỹ đã chi ra 5 gói cứu trợ kinh tế từ tác động Covid trong 1 năm nay, gói chi tiêu 1.900 tỷ USD mới đây cho thấy có 30% số tiền chi ra liên quan đến Covid, nhưng có 70% số tiền chi ra không liên quan và chi cho những chương trình bí mật của Mỹ. Liệu nước Mỹ có dừng lại ở 5 gói cứu trợ đó, hay tương lai còn tiếp tục các gói khác? Điều gì sẽ đến khi Mỹ sử dụng sự kiện Covid để tiếp tục in tiền vào hệ thống tiền tệ toàn cầu?... là những câu hỏi lớn Việt Nam cần lường trước trong quan hệ quốc tế từ thương mại đến quản lý dự trữ ngoại tệ.

Theo quan điểm của chúng tôi, nước Mỹ sẽ tiếp tục sử dụng quyền in tiền dựa trên các khoản nợ và ít nhất năm 2021 sẽ tiếp tục in tiền. Việc in tiền nhiều hơn, nhưng tăng trưởng kinh tế sẽ chưa thể hồi phục trong năm 2021, nghĩa là lạm phát 2021 không phải là điều đáng quan tâm. Điều kiện này sẽ giúp Mỹ tiếp tục sẽ có gói kích thích kinh tế lớn và mạnh hơn thế để bổ sung đồng USD vào hệ thống tiền tệ toàn cầu, đủ để làm cho đồng USD có chu kỳ giảm giá thứ 3. Chính niềm tin vào đồng USD suy yếu nên sẽ xảy ra tình trạng lạm phát cao cho những năm sau đó. Mỹ sẽ thực hiện các chính sách áp chế tài chính trong nhiều năm để giảm tỷ lệ nợ. Các quốc gia lớn đang tách hoạt động thương mại ra khỏi ảnh hưởng đồng đôla sẽ bị bất lợi trước đồng USD suy yếu.

### **Tài liệu tham khảo**

- [1] L. Randall Wray, *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, 2012th Edition, Palgrave Macmillan.
- [2] Warren Mosler, *Soft Currency Economics II: The Origin of Modern Monetary Theory (MMT - Modern Monetary Theory)*, 2nd Edition, CreateSpace Independent Publishing Platform (2013).

- [3] John Maynard Keynes, *A Treatise on Money: The Pure Theory of Money and The Applied Theory of Money*, Martino Fine Books; Reprint edition (June 2, 2011).
- [4] Lê Đạt Chí, Trần Thị Hải Lý, Đinh Thị Thu Hồng, *Cấu trúc của hệ thống tiền tệ toàn cầu, kỹ yếu hội thảo khoa học*, NXB Kinh tế Tp.HCM (2021).
- [5] Stephanie Kelton, *The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of People's Economy*, PublicAffairs; Illustrated edition (June 9, 2020).
- [6] Georg Friedrich Knapp, *The state theory of Money*, 2013 Reprint of 1924 Edition, Martino Fine Books.
- [7] Stephanie Kelton and L. Randall Wray, *What a Long, Strange Trip It's Been: Can We Muddle Through Without Fiscal Policy? Post-Keynesian Principles of Economic Policy*, 2006.
- [8] Stephanie Kelton, *The Deficit Myth*, PublicAffairs; Reprint edition (March, 2021).
- [9] Milton Friedman, *A Monetary Theory of Nominal Income*, *Journal of Political Economy* Volume 79, Number 2 Mar. - Apr., 1971
- [10] Kenneth Rogoff, Carmen Reinhart, and Roger Porter, *Macroeconomic Policy Challenges in the Modern World*:  
<https://www.hks.harvard.edu/centers/mrcbg/programs/growthpolicy/macroeconomic-policy-challenges-modern-world-kenneth-rogooff>
- [11] John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money* (1936), Macmillan and Co., Limited St. Martin's Street, London, February 1936
- [12] Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, *Growth in a Time of Debt*, *American Economic Review*: (May 2010): 573–578
- [13] Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, *Time is Different: Eight centuries of financial folly*, Princeton: Princeton University Press, 2009.
- [14] Markus Brunnermeier, Sebastian Merkel, Jonathan Payne, Yuliy Sannikov, *COVID-19: Inflation and Deflation Pressures*,  
<https://scholar.princeton.edu/sites/default/files/merkel/files/covid19inflationdisinflation.pdf>

## 6.

# ĐỊNH HÌNH HỆ THỐNG THANH TOÁN TOÀN CẦU VÀ VAI TRÒ CỦA STABLECOIN

Sử Đình Thành\*

Đình Thị Thu Hồng\*

### Tóm tắt

*Stablecoin là thuật ngữ mới dùng để chỉ các tài sản tiền điện tử (crypto-assets) được cho là có giá trị ổn định theo thời gian. Bài viết này nêu bật các tiềm năng trở thành phương tiện thanh toán ổn định và phương tiện cất trữ thích hợp của loại tiền điện tử này. Nhóm tác giả nhận thấy Stablecoin được đặc trưng bởi sự tích hợp trong một hệ thống rộng, đáp ứng nhiều chức năng khác nhau, bao gồm phát hành, quản lý tài sản dự trữ, thanh toán và giao diện với khách hàng cuối. Sự ra đời của Stablecoin có thể định hình lại hệ thống thanh toán ở cả cấp độ bán buôn và bán lẻ trên toàn cầu. Bài viết cũng phân tích các rủi ro khi người dùng sử dụng Stablecoin và những thách thức đối với cơ quan quản lý, giám sát thanh toán trong việc định hình chính sách khi Stablecoin dần phổ biến.*

**Từ khóa:** Stablecoin, hệ thống thanh toán.

### Giới thiệu

Không thể phủ nhận rằng công nghệ đã và đang định hình lại hệ thống thanh toán không ở riêng quốc gia nào. Những đổi mới kỹ thuật số đã và đang tác động mạnh mẽ đến vai trò của các công cụ truyền thống như tiền mặt và các định chế tài chính như ngân hàng, vốn đóng vai trò thống trị trong lĩnh vực thanh toán. Trong khi đó, những thành viên mới đang phát triển các giải pháp thanh toán sáng tạo để cạnh tranh với các phương tiện thanh toán truyền thống do các ngân hàng cung cấp. Các định chế hiện hành cũng đang thiết kế lại hệ thống thanh toán để làm cho chúng nhanh hơn, rẻ hơn và dễ sử dụng hơn. Điều này mang đến cho người tiêu dùng kỳ vọng trải nghiệm những cải tiến liên tục về sự tiện lợi và an toàn của các dịch vụ thanh toán.

Thật vậy, hệ thống thanh toán có vai trò thiết yếu đối với hoạt động của nền kinh tế.

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: hongtcdn@ueh.edu.vn

Hệ thống thanh toán là một tập hợp các công cụ, thủ tục và quy tắc để chuyển tiền giữa những người tham gia. Giao dịch an toàn và hiệu quả chính là nền tảng cho việc giao thương hàng hóa, dịch vụ và các công cụ tài chính. Điều kiện tiên quyết để các bên tham gia vào giao dịch là sự tin tưởng rằng các khoản thanh toán sẽ được thực hiện. Do đó, các hệ thống thanh toán đã ngày càng phát triển để trở nên an toàn hơn, nhanh hơn và rẻ hơn.

Bech và Hancock (2020) giải thích, các hệ thống thanh toán bán buôn - để thực hiện các giao dịch có giá trị lớn, chủ yếu là giữa các ngân hàng - đã trải qua những làn sóng đổi mới liên tiếp trong vài thập kỷ qua. Hệ thống thanh toán bán lẻ, để thực hiện các giao dịch có giá trị thấp nhưng có số lượng lớn giữa người tiêu dùng và doanh nghiệp, ban đầu bị tụt hậu nhưng hiện nay đang thay đổi nhanh chóng. Các thay đổi đối với hệ thống thanh toán này đòi hỏi sự phối hợp giữa nhiều thành viên tham gia. Các hệ thống bán buôn thường có một số lượng nhỏ người tham gia và bao gồm ngân hàng trung ương đóng vai trò chủ đạo, điều này giúp định hướng cho những đổi mới. Do đó, các đổi mới được phát triển và triển khai đơn giản hơn trong các hệ thống thanh toán bán buôn.

Trong lúc đó, hệ thống thanh toán bán lẻ cũng ngày càng trở nên thuận tiện, tức thời và sẵn sàng 24/7. Tuy nhiên, hệ thống thanh toán vẫn còn nhiều hạn chế trong 2 lĩnh vực: khả năng truy cập và thanh toán xuyên biên giới. Nhiều người bị hạn chế hoặc không có quyền truy cập vào tài khoản ngân hàng hay loại tài khoản khác để thực hiện thanh toán, đặc biệt ở các thị trường mới nổi và các nền kinh tế đang phát triển. Những trở ngại khi mở tài khoản thanh toán bao gồm chi phí cao và thiếu thông tin cá nhân hoặc thiếu sự tin cậy. Trong khi đó, thanh toán qua biên giới vẫn còn chậm, tốn kém và phức tạp. Như Bech và cộng sự (2020) giải thích, vấn đề phối hợp giữa những thành viên tham gia đặc biệt quan trọng đối với các khoản thanh toán xuyên biên giới vì những thay đổi liên quan đến nhiều hệ thống, nhiều loại tiền tệ, cũng như các chế độ pháp lý và quy định. Hơn nữa, các rủi ro liên quan đến rửa tiền và tài trợ khủng bố có thể khó quản lý hơn với các giao dịch xuyên biên giới.

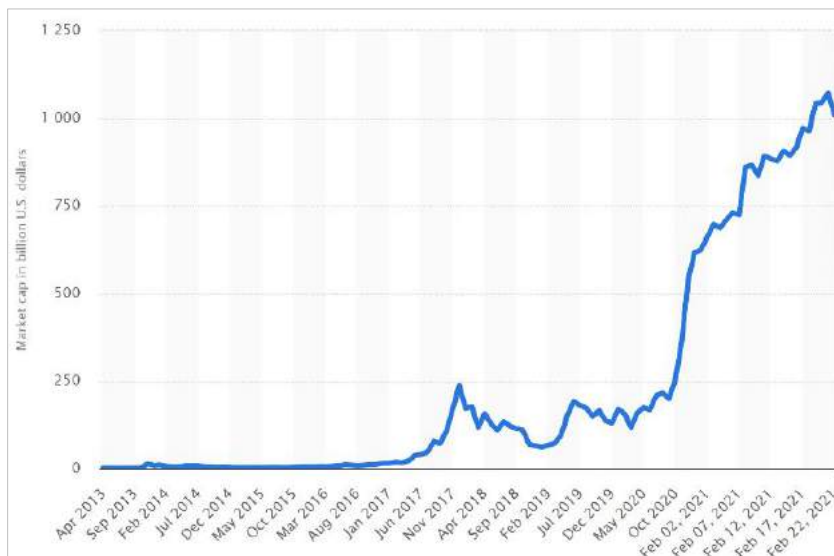
Do vậy, có thể nói các đổi mới tài chính có tiềm năng cải thiện hiệu quả của hoạt động thanh toán nói riêng và các dịch vụ tài chính nói chung, đồng thời mở rộng khả năng tiếp cận các dịch vụ tài chính từ mọi nơi trên toàn cầu. Trong khi các dịch vụ thanh toán đã thay đổi đáng kể trong những năm gần đây, được thúc đẩy bởi công nghệ mới và sự thay đổi trong sở thích của người tiêu dùng, các nhà cung cấp dịch vụ tài chính cũng đã phải vật lộn để phát triển các dịch vụ thanh toán nhanh hơn và rẻ hơn, có thể hoạt động xuyên biên giới.

Hình thức chuyển đổi được lựa chọn nhất hiện nay để cải thiện việc thanh toán là hệ thống ngang hàng, liên kết trực tiếp người thanh toán và người được thanh toán và giảm thiểu số lượng trung gian. Nhiều hệ thống thanh toán ngang hàng sử dụng công nghệ sổ cái phân tán (DLT - Distributed Ledger Technology). Trong khi các hệ thống dựa trên tài

khoản truyền thông ghi lại các giao dịch trong một sổ cái trung tâm, thì các hệ thống DLT ghi lại các giao dịch ở nhiều nơi cùng một lúc, dẫn đến một sổ cái phi tập trung, đồng bộ. Các công cụ đã thu hút được sự chú ý trong những năm gần đây bao gồm Bitcoin và các sáng kiến được gọi là “stablecoin” như Libra (được đổi tên thành Diem từ tháng 12-2020).

Thị trường Bitcoin là một thị trường điện tử hoàn toàn, được giới thiệu vào tháng 31-10-2008 bởi Satoshi Nakamoto (2008) dưới hình thức một mạng ngang hàng không có trung tâm kiểm soát. Do đó, không có ngân hàng trung ương hay bất kỳ trung gian nào tham gia, và các giao dịch được xác minh bởi một mạng lưới các nút nhằm kiểm tra tính chính xác của giao dịch gần nhất dựa trên sổ đăng ký tổng các giao dịch, được gọi là blockchain. Các giao dịch sau đó được thêm vào sổ cái và thông tin được phân phối lại cho các nút khác. Chỉ trong năm 2020, giá Bitcoin đạt mức tăng trưởng ấn tượng (305%) khi ngày càng nhiều tổ chức và cá nhân đầu tư vào đồng tiền kỹ thuật số này. Tính đến tháng 2-2021, vốn hóa thị trường Bitcoin đạt mức cao nhất từ trước tới nay, hơn 1.000 tỷ USD (Hình 1).

**Hình 1. Giá trị vốn hóa thị trường của Bitcoin từ tháng 4-2013 đến tháng 2-2021 (tỷ USD)**



Nguồn: <https://www.statista.com/statistics/377382/bitcoin-market-capitalization/>

Tuy nhiên, trước mức độ biến động cao của Bitcoin, nhiều người đặt câu hỏi về việc liệu đồng tiền này có thể đảm nhiệm đầy đủ chức năng của một loại tiền tệ hay không. Vì vậy, nhằm tránh sự biến động quá mức của tiền điện tử trong khi vẫn duy trì những lợi ích của công nghệ blockchain, đã dẫn đến khái niệm về những đồng tiền ổn định – “stablecoins” (Lyons và Viswanath-Natraj, 2020; Eichengreen, 2019) như Tether hoặc Libra do Facebook đề xuất (Libra Association 2020). Stablecoins hứa hẹn sẽ giúp đáp ứng những nhu cầu chưa được thỏa mãn về các dịch vụ tài chính.

Bài viết này xem xét trong bối cảnh thế giới thanh toán đang thay đổi nhanh chóng, những đề xuất về một công cụ mới mang tên “stablecoin” hay “global stablecoin” mang lại những lợi ích gì, và cùng với đó là những thách thức đặt ra đối với các cơ quan quản lý và giám sát.

## 1. Stablecoin

Thuật ngữ stablecoin, được sử dụng bởi những người tham gia thị trường, dùng để chỉ các tài sản tiền điện tử (crypto-assets) được cho là có giá trị ổn định theo thời gian (ECB Crypto-Assets Task Force, 2019). Sự gia tăng của các stablecoin được thúc đẩy bởi những chỉ trích về sự biến động mạnh trong giá các đồng tiền điện tử. Trước năm 2019, stablecoin bắt đầu thu hút sự chú ý của các nhà nghiên cứu và cơ quan quản lý, đặc biệt khi kết hợp với tiền kỹ thuật số của ngân hàng trung ương, tiền kỹ thuật số và thanh toán xuyên biên giới (Mancini-Griffoli và cộng sự, 2018).

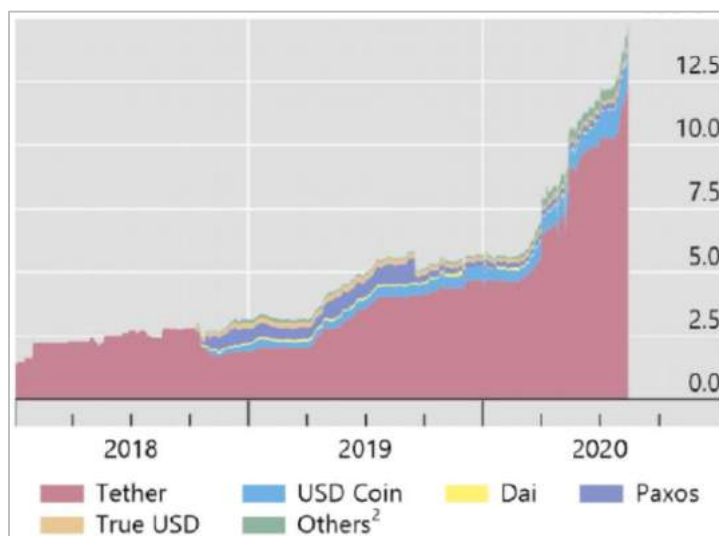
Bullmann và cộng sự (2019) gọi stablecoin là “các đơn vị giá trị kỹ thuật số” (digital units of value), không phải là một dạng của bất kỳ loại tiền tệ cụ thể nào (hay một rổ tiền tệ), nhưng dựa vào một bộ công cụ ổn định nhằm giảm thiểu sự biến động giá của chúng bằng loại tiền tệ đó. Để phân loại stablecoin, các tác giả sử dụng 3 tiêu chí của tài sản tiền điện tử: (i) sự tồn tại của một tổ chức phát hành chịu trách nhiệm đáp ứng mọi yêu cầu đi kèm, (ii) phân cấp hoặc tập trung trách nhiệm đối với sáng kiến stablecoin và (iii) điều gì làm nền tảng cho giá trị của stablecoin và sự ổn định của nó theo đơn vị tiền tệ tham chiếu. Cho đến nay, thế giới đã xuất hiện các loại stablecoin như:

- Các quỹ mã hóa (Tokenised funds), ví dụ như Tether.
- Các stablecoin được thế chấp ngoài chuỗi (Off-chain collateralised stablecoins).
- Các stablecoin được thế chấp trên chuỗi (On-chain collateralised stablecoins).
- Các stablecoin thuật toán (Algorithmic stablecoins), ví dụ như NuBits.

Stablecoin ra đời nhằm cung cấp một phương tiện thanh toán ổn định và phương tiện cất trữ. Stablecoin ban đầu được phát triển để sử dụng trong giao dịch tài sản tiền điện tử, nhưng ngày nay chúng được sử dụng trong phạm vi rộng hơn. Đồng tiền “ổn định” này có thể được bảo đảm bởi các quỹ, các loại tài sản truyền thống hoặc tiền điện tử, hoặc chúng có thể dựa vào kỳ vọng. Các nhà phát hành stablecoin có thể có hoặc không chịu trách nhiệm đáp ứng bất kỳ các khiếu nại liên quan của người dùng cuối; và giá trị của một stablecoin cũng như sự ổn định của nó so với đồng tiền (hoặc các đồng tiền) tham chiếu có thể cố định hoặc không.

Đồng stablecoin được sử dụng phổ biến nhất được phát hành bởi Tether. Đến tháng 8-2020, vốn hóa thị trường của Tether khoảng 10 tỷ USD (Hình 2), nhưng việc sử dụng nó gần như hoàn toàn bị giới hạn trong thị trường tiền điện tử (khoảng 1,6 tỷ USD). Giá trị giao dịch các đồng tiền khác (Dai, USD Coin, Paxos...) thậm chí còn khiêm tốn hơn nhiều.

**Hình 2.** Giá trị vốn hóa thị trường gia tăng nhanh chóng của các stablecoin (tỷ USD)



Nguồn: <https://bitcoinke.io/2020/04/800-percent-growth-in-stablecoins/>

Tuy nhiên đồng stablecoin được chú ý nhất gần đây là Libra (Diem) do Facebook thông báo phát hành với sự hợp tác của một nhóm các tập đoàn đa quốc gia. Đồng tiền được vận hành bởi một tổ chức có tên là Hiệp hội Libra/Diem (Diem Association).

Hệ thống các thực thể đằng sau một stablecoin có thể khác nhau rất nhiều. Stablecoin được đặc trưng bởi sự tích hợp của chúng vào một hệ thống rộng hơn, đáp ứng nhiều chức năng khác nhau, bao gồm phát hành, quản lý tài sản dự trữ, thanh toán và giao diện với khách hàng cuối. Nhìn tổng thể, một hệ thống stablecoin đại diện cho một hệ sinh thái phức tạp có thể được cấu trúc hoàn toàn xung quanh một nhà cung cấp duy nhất hoặc được phân phối trên một số thực thể khác nhau.

Vì chúng kết hợp một số chức năng khác nhau, stablecoin có thể chịu các chế độ quản lý và giám sát khác nhau. Chẳng hạn, đặc biệt quan trọng đối với ECB là chức năng quản lý tài sản – vốn có thể trở thành một nguồn rủi ro đáng kể đối với sự ổn định tài chính. Một chức năng quan trọng khác là chức năng thanh toán, với các thành phần liên quan của stablecoin có khả năng chịu chế độ giám sát của Eurosystem đối với các hệ thống thanh toán, hoặc khuôn khổ giám sát đối với các chương trình hoặc công cụ thanh toán như một phần nhiệm vụ của ECB nhằm thúc đẩy sự vận hành trơn tru của hệ thống thanh toán.

## 2. Các chức năng của stablecoin

Stablecoin trước hết ra đời nhằm mục đích cung cấp một giải pháp thay thế cho các tài sản tiền điện tử (crypto-assets) biến động bằng cách giảm mức độ biến động giá, có khả năng hoạt động như một phương tiện thanh toán và phương tiện cất trữ (a store value). Tài sản tiền điện tử thế hệ đầu tiên như Bitcoin đã trải qua những giai đoạn biến động giá mạnh và khả năng mở rộng hạn chế. Do đó, chúng đã đóng vai trò là một loại tài sản rủi ro hơn là một phương tiện thanh toán. Một hệ thống stablecoin điển hình (được tạo thành từ chính đồng tiền bảo đảm, nền tảng thanh toán kèm theo và các chức năng phụ trợ) hướng tới giảm sự biến động giá bằng cách neo đồng coin vào một tài sản hoặc giỏ tài sản tham chiếu có độ biến động thấp.

Một hệ thống stablecoin thường sẽ liên quan đến một số chức năng kết nối với nhau và phụ thuộc lẫn nhau. Theo Mitsutoshi (2020)<sup>2</sup>, stablecoin sẽ có 3 chức năng chính: (i) thanh toán, (ii) quản lý tài sản, và (iii) giao diện người dùng (a user interface). Đầu tiên chức năng quan trọng là thanh toán, theo đó stablecoin được sử dụng như một phương tiện thanh toán và chuyển giao giá trị. Chức năng quản lý tài sản đầu tư số tiền thu được từ việc phát hành stablecoin vào các tài sản an toàn có độ biến động thấp. Và chức năng cuối cùng cung cấp giao diện cần thiết để liên kết người dùng cuối với các chức năng khác (ví dụ: các nhà cung cấp ví điện tử).

Với sự phức tạp trong cấu trúc, hệ thống stablecoin tùy thuộc vào các đặc tính cụ thể, có thể thuộc một trong số các khuôn khổ quy định khác nhau - hoặc có thể không thuộc khuôn khổ nào. Các chức năng thanh toán và giao diện khách hàng của một stablecoin tương tự như một hệ thống hay công cụ thanh toán truyền thống. Kết quả là, các tổ chức chịu trách nhiệm cung cấp các chức năng đó có thể nằm dưới sự giám sát của Hệ thống giám sát châu Âu (the Eurosystem's oversight framework).

Chức năng quản lý tài sản có thể đủ điều kiện như một tổ chức phát hành tiền điện tử, quỹ đầu tư hoặc thậm chí là một ngân hàng. Nếu nhà phát hành đồng tiền (coin) không cấp tín dụng và đảm bảo khả năng chuyển đổi bằng mệnh giá, và người dùng cuối có quyền yêu cầu đối với nhà phát hành, đồng tiền sẽ thuộc về định nghĩa tiền điện tử theo luật EU, khi đó cả đồng tiền và nhà phát hành đều phải tuân theo Chỉ thị về tiền điện tử (EMD - Electronic Money Directive).

Trong trường hợp này, số tiền thu được từ việc phát hành đồng tiền sẽ được giữ tại một ngân hàng giám sát. Ngược lại, nếu stablecoin đảm bảo khả năng chuyển đổi theo mệnh giá nhưng cũng cung cấp tín dụng, nó sẽ được phân loại là tổ chức nhận tiền gửi và

---

<sup>2</sup>[https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/macprudential-bulletin/html/ecb.mpbu202005\\_1-3e9ac10eb1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/macprudential-bulletin/html/ecb.mpbu202005_1-3e9ac10eb1.en.html)



sẽ cần phải có giấy phép ngân hàng từ ECB.

Chức năng quản lý tài sản của stablecoin cũng có thể đủ điều kiện như một quỹ đầu tư. Chức năng quản lý tài sản có thể được coi là một hình thức đầu tư tập trung (tức là một quỹ đầu tư) nếu (i) chủ sở hữu đồng tiền có quyền đối với tài sản của tổ chức phát hành, (ii) tiền thu được được đầu tư vào tài sản tài chính rủi ro và (iii) người nắm giữ tiền được hưởng một tỷ lệ phần trăm giá trị tài sản của công ty phát hành. Nếu quỹ có trụ sở tại EU và/hoặc giao dịch với các nhà đầu tư EU, nó sẽ thuộc Khung quy định tiêu chuẩn của EU được thiết lập bởi Chỉ thị UCITS hoặc AIFMD. Nếu quỹ đầu tư chỉ đầu tư vào các công cụ có thời gian đáo hạn còn lại dưới 2 năm, nó sẽ đủ điều kiện là quỹ thị trường tiền tệ (MMF). Trong trường hợp đó, các quy định ràng buộc bởi MMF Regulation (ví dụ như giới hạn về thanh khoản) sẽ áp dụng trên những điều mà Chỉ thị UCITS hoặc AIFMD đưa ra.

Tuy nhiên, tùy thuộc vào đặc tính của nó, chức năng quản lý tài sản của stablecoin có thể nằm ngoài khuôn khổ các quy định hiện tại của EU, hàm ý rằng có thể có một khoảng trống pháp lý cho một hệ thống stablecoin nào đó.

Câu hỏi về việc liệu người nắm giữ coin có quyền đối với nhà phát hành hay đối với tài sản đảm bảo hệ thống stablecoin hay không đóng một vai trò quan trọng. Theo EMD, chủ sở hữu tiền điện tử phải có quyền đối với nhà phát hành về số tiền họ đã bỏ ra để đổi lấy tiền điện tử. Tương tự, theo các quy định quản lý quỹ, người sở hữu cổ phần của một quỹ phải có quyền đối với tài sản của quỹ. Vì vậy, nếu một hệ thống stablecoin không cung cấp cho người sử dụng quyền đối với nhà phát hành hay tài sản đảm bảo, thì hệ thống này có thể không đủ điều kiện là một nhà phát hành tiền điện tử, hay một quỹ đầu tư, mặc dù nó thực hiện các chức năng tương tự và chịu rủi ro tương tự. Một câu hỏi quan trọng khác liên quan là trong trường hợp không có lời cam kết chính thức về quyền của người dùng, một tuyên bố cho thấy coins được bảo đảm đầy đủ (fully backed) sẽ tạo ra một kỳ vọng hợp pháp rằng người sở hữu coin sẽ có quyền đối với tài sản cơ sở hoặc quyền hợp pháp đối với các trái quyền.

Một rủi ro khác là người dùng cuối sẽ coi stablecoin tương đương với một khoản tiền gửi, với lời hứa về giá trị “ổn định” và khả năng chuyển đổi số coin nắm giữ thành tiền pháp định bất kỳ lúc nào. Giá trị của một stablecoin sẽ rất phụ thuộc vào việc quản trị và quản lý rủi ro của nó, cũng như giá trị của các tài sản cơ sở hoặc danh mục quỹ. Về mặt này, thuật ngữ “stablecoin” dễ gây ra một sự nhầm lẫn. Để giảm thiểu các cú sốc về niềm tin, người dùng stablecoin nên được thông báo rằng tổn thất có thể xảy ra và họ sẽ không được bảo vệ bởi các mạng lưới an toàn truyền thống như chương trình bảo đảm tiền gửi và ngân hàng trung ương với vai trò người cho vay cuối cùng.

### 3. Những rủi ro tiềm ẩn của stablecoin đối với sự ổn định tài chính

Mặc dù có nhiều lợi ích tiềm năng, song stablecoin cũng mang lại những thách thức và đặt ra rủi ro cho hệ thống tài chính.

Nếu một hệ thống stablecoin đạt tới phạm vi toàn cầu (trở thành một “global stablecoin”), bất kỳ một trục trặc nào xuất phát từ đồng tiền này cũng có thể gây rủi ro cho sự ổn định tài chính. Báo cáo G7 về stablecoin (G7 Working Group on Stablecoin, 2019) đã phân tích và xác định một loạt rủi ro liên quan tới hệ thống global stablecoin. Hai vấn đề nổi bật nhất đối với chức năng quản lý tài sản của đồng tiền này là rủi ro thanh khoản làm ảnh hưởng đến hoạt động của hệ thống stablecoin; và nguy cơ lây lan sang cả hệ thống tài chính rộng lớn hơn do kết quả của sự suy yếu hệ thống stablecoin. Vấn đề thứ nhất đại diện cho rủi ro đối với khả năng hoạt động trơn tru của chính hệ thống stablecoin (tức là tính dễ bị tổn thương của hệ thống này), trong khi vấn đề thứ hai đại diện cho rủi ro đối với hệ thống tài chính rộng lớn hơn và phần còn lại của nền kinh tế do vấn đề của hệ thống stablecoin (tức là rủi ro lan truyền đối với cả nền kinh tế).

Nếu tiền thu được từ việc bán coin không được giữ trong kho lưu ký mà được đầu tư vào các tài sản tài chính có rủi ro, giá trị của coin sẽ nhạy cảm với rủi ro vốn có trong khoản đầu tư đó. Ví dụ, nếu hệ thống stablecoin đầu tư số tiền thu được vào tiền gửi ngân hàng và nợ chính phủ, nó sẽ chịu rủi ro tín dụng và thanh khoản của ngân hàng nơi gửi, bên cạnh rủi ro tín dụng, thanh khoản, thị trường và ngoại hối liên quan đến trái phiếu chính phủ nắm giữ.

Một câu hỏi quan trọng khi đánh giá rủi ro đối với hệ thống stablecoin là cuối cùng ai là người chịu các rủi ro đầu tư. Nếu hệ thống stablecoin không đảm bảo giá trị cố định cho đồng coin, giá trị của đồng coin sẽ di chuyển song song với giá trị của các tài sản cơ sở. Trong trường hợp này, người dùng cuối chịu mọi rủi ro và đồng coin này có bản chất tương đương với một chứng chỉ quỹ, với giá trị bằng giá trị tài sản ròng của quỹ. Không có rủi ro về khả năng thanh toán đối với một hệ thống như vậy, vì nó tương tự như một cấu trúc “truyền dẫn” (pass-through).

Việc tháo chạy khỏi hệ thống stablecoin có thể xảy ra nếu người dùng cuối mất niềm tin vào nhà phát hành hoặc mạng lưới giao dịch của nó. Nếu có một sự kiện bất lợi xảy ra (chẳng hạn như một cuộc tấn công mạng vào hệ thống hoặc một hành vi trộm cắp quy mô lớn từ ví), hoặc nếu người dùng cuối nhận ra rằng các tài sản bảo đảm đồng coin đang mất giá trị, họ sẽ nghi ngờ về giá trị của đồng coin. Sự mất niềm tin có thể kích hoạt việc đổi lại đáng kể số coin nắm giữ, điều này có thể được khuếch đại nếu người dùng cuối hiểu sai rằng các khoản nắm giữ đó như một sự thay thế cho tiền gửi ngân hàng. Không giống như stablecoin, tiền gửi ngân hàng được bảo đảm bởi ngân hàng về khả năng hoàn

lại theo mệnh giá, hoặc bởi các chương trình đảm bảo tiền gửi. Tình huống này hoàn toàn có thể phát sinh nếu stablecoin đã được quảng cáo trên các mạng xã hội như một giải pháp thay thế hiệu quả về chi phí so với các dịch vụ thanh toán và chuyển tiền hiện tại.

Người chịu rủi ro đầu tư cuối cùng có thể là nhà phát hành stablecoin nếu hệ thống stablecoin đảm bảo giá trị cố định cho đồng coin. Trong trường hợp này, bất kỳ khoản lỗ nào bắt nguồn từ tài sản dự trữ của đồng tiền đều do nhà phát hành stablecoin (hoặc bất kỳ ai cung cấp các khoản đảm bảo như vậy) gánh chịu, bao gồm cả tổn thất do biến động tỷ giá hối đoái nếu giá trị của đồng coin được cố định so với một loại tiền pháp định cụ thể. Sự tin tưởng vào đồng coin và cấu trúc đằng sau nó phụ thuộc rất nhiều vào khả năng hấp thụ tổn thất của người bảo lãnh và những nghi ngại về khả năng tháo chạy khỏi đồng tiền này. Trong trường hợp tháo chạy như vậy, các yếu tố của hệ thống stablecoin (ví dụ như các dealer được chỉ định) có thể ngừng hoạt động, có khả năng tương tự như việc tạm ngừng mua lại các công cụ chứng khoán hóa vào năm 2007 trong bối cảnh khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Trong sự kiện tháo chạy khỏi một global stablecoin, việc thanh lý tài sản trong quá trình đổi lại tiền có thể có tác động lây lan tiêu cực đến hệ thống tài chính. Quy mô của hệ thống stablecoin và tính liên kết của nó với hệ thống tài chính và nền kinh tế rộng lớn hơn sẽ xác định mức độ nghiêm trọng của tác động ổn định tài chính. Cần lưu ý về vấn đề này rằng các thành phần khác nhau của hệ thống stablecoin có khả năng nằm ở các khu vực pháp lý khác nhau. Điều này có nghĩa là một cú sốc đối với hệ thống stablecoin xảy ra ở một thị trường mới nổi (ví dụ như mất niềm tin do một sự kiện rủi ro hoạt động gây ra trong một nền tảng thể chế yếu kém) có thể có khả năng lan sang các nền kinh tế phát triển, nơi đầu tư hầu hết các tài sản cơ sở của stablecoin. Và các hệ thống global stablecoin có thể phát triển đến quy mô đủ lớn để gây bất ổn cho các thị trường như vậy.

Thị trường nợ chính phủ ngắn hạn cũng có thể bị ảnh hưởng. Nếu một hệ thống stablecoin đóng vai trò chi phối trong các thị trường nợ ngắn hạn của chính phủ, thì việc tháo chạy khỏi hệ thống đó có thể dẫn đến sự biến động giá và tính thanh khoản trên các thị trường này. Điều này có thể gây ra một thách thức cho các cơ quan quản lý nợ. Nếu lãi suất tín dụng đối với nền kinh tế thực được neo vào lãi suất tín phiếu ngắn hạn, điều này đến lượt nó lại có thể tác động đến việc truyền dẫn chính sách tiền tệ.

Sự ổn định của nguồn vốn ngân hàng cũng có thể bị suy yếu do sự ra đời của một hệ thống global stablecoin. Nếu người dùng bán lẻ chuyển tiền từ tiền gửi ngân hàng sang global stablecoin, có thể dẫn đến việc tiền gửi khách hàng cá nhân vốn ổn định sẽ bị thay thế, ít nhất là một phần, bằng các khoản tiền gửi tổ chức linh hoạt hơn nhiều xuất phát từ hệ thống stablecoin được đề cập. Đặc biệt, các quốc gia có hệ thống ngân hàng trong nước còn yếu kém, có thể dẫn đến người gửi tiền thích đổi tiền gửi của họ lấy stablecoin, dẫn

đến sự giảm nguồn vốn cho các ngân hàng trong nước.

Tình trạng này có thể đảo ngược nếu người dùng mất niềm tin vào hệ thống stablecoin, nhưng nguồn vốn của các ngân hàng vẫn có thể bị ảnh hưởng thông qua các kênh khác, chẳng hạn như phân phối lại tiền gửi giữa các tổ chức ngân hàng sau sự kiện rút tiền đột ngột, gây ra biến động thị trường, và thiệt hại về danh tiếng sẽ tác động đến các ngân hàng tham gia vào hệ sinh thái stablecoin với tư cách là tác nhân (người bán lại được ủy quyền, nền tảng giao dịch của bên thứ ba, v.v.).

#### **4. Quy mô tiềm năng và khả năng ảnh hưởng của stablecoin**

Để đánh giá quy mô tiềm năng và khả năng ảnh hưởng của stablecoin nói chung, chúng ta lấy trường hợp Libra/Diem làm ví dụ. Libra được đánh giá là có tiềm năng phát triển nhanh chóng, do hiệu ứng mạng xuất phát từ cơ sở người dùng toàn cầu, và thực tế là Facebook và các nhà tài trợ Libra khác có thể cung cấp các nguồn lực đáng kể cho việc phát hành stablecoin.

Dự án Libra được điều chỉnh bởi Hiệp hội Libra/Diem và các quy định giám sát của Thụy Sĩ (Read và Schäfer, 2020). Dự án được mô tả trong sách trắng của Hiệp hội Libra và trong các tài liệu kỹ thuật khác nhau. Hiệp hội Libra được thành lập bởi 21 thành viên sáng lập vào tháng 10-2019. Tuy nhiên, 8 (bao gồm Visa, Mastercard, PayPal và eBay) trong số 29 đối tác ban đầu đã rút lui do lo ngại về việc đáp ứng các quy định (Brühl, 2020). Việc ra mắt dự kiến đã bị trì hoãn vì quá nhiều vấn đề quy định vẫn chưa được giải quyết.

Libra được hình thành như một loại tiền điện tử được đảm bảo bởi một rổ tài sản ít biến động như tiền gửi ngân hàng và trái phiếu chính phủ ngắn hạn định danh bằng các loại tiền pháp định (Hiệp hội Libra, 2019a). Libra gần như thuộc loại quỹ mã hóa (tokenised funds). Giá trị của tiền điện tử có thể thay đổi theo thời gian do các biến động tỷ giá hối đoái. Quỹ dự trữ Libra (Libra Reserve) sẽ được tổ chức trong một mạng lưới người giám sát được phân bổ theo địa lý với xếp hạng tín dụng cấp đầu tư. Người dùng của Libra sẽ không tương tác với quỹ dự trữ, thay vào đó chỉ có các dealer được ủy quyền mới có thể giao dịch một lượng lớn tiền pháp định và Libra với quỹ dự trữ. Hiệp hội Libra sẽ đúc và tiêu hủy coins theo yêu cầu từ các dealer được ủy quyền. Coins được đúc khi họ mua Libra và bị phá hủy khi họ bán Libra với mức giá tùy thuộc vào giá trị của rổ tài sản. Hiệp hội Libra kiểm soát Libra Reserve sẽ đóng vai trò là người mua cuối cùng, nhưng không giống như ngân hàng trung ương, họ sẽ không đặt ra bất kỳ chính sách tiền tệ nào (Catalini và cộng sự, 2019).

Theo Adachi và cộng sự (2020), Libra Reserve có tiềm năng trở thành một trong những quỹ thị trường tiền tệ lớn nhất châu Âu. Hiệp hội Libra tiết lộ rằng họ sẽ đầu tư

vào một rổ tiền tệ bao gồm 50% USD, 18% EUR, 14% JPY, 11% GBP và 7% SGD. Tỷ trọng của đồng Euro trong rổ tiền tệ (18%) sẽ lớn hơn tỷ trọng của Khu vực đồng Euro trong tổng cơ sở người dùng của Facebook (10%). Điều này có thể dẫn đến dòng vốn đầu tư vào thị trường tiền tệ Khu vực đồng Euro (Adachi và cộng sự, 2020). Cơ quan Quản lý Tài sản tiền điện tử của ECB (The ECB Crypto-Assets Task Force) phân biệt 3 tình huống sử dụng stablecoin: “chức năng tài sản tiền điện tử” (được coi là trạng thái hiện tại của thị trường), “phương thức thanh toán mới” và “phương tiện tích trữ giá trị thay thế”. Việc sử dụng rộng rãi một stablecoin như một phương tiện thanh toán thông thường có thể ảnh hưởng đến kênh tỷ giá hối đoái của chính sách tiền tệ. Đặc biệt, một stablecoin đa tiền tệ như Libra có thể dẫn đến khó kiểm soát sự phát triển trong nước (ECB Crypto-Assets Task Force, 2020).

Thông báo của Facebook về việc phát hành đồng Libra đã thúc đẩy các chính phủ và cơ quan quản lý vào cuộc. Một trong số những lo ngại được G7 và G20 đưa ra là rủi ro đối với sự ổn định của hệ thống tài chính. Hội đồng ổn định tài chính và Cơ quan Quản lý Tài sản tiền điện tử (The Financial Stability Board và Financial Action Task Force) đã làm việc về các vấn đề quy định và chống rửa tiền trước hội nghị thượng đỉnh G20 vào tháng 11-2020. Nhìn chung, dự án Libra đã đặt ra nhiều câu hỏi về mặt pháp lý. Facebook đã phải sửa đổi khái niệm là Libra 2.0 và đệ trình lại để phê duyệt vào tháng 4-2020. Ủy ban châu Âu cũng đã công bố quy định mới về Thị trường tài sản tiền điện tử (MiCA) bao gồm cả stablecoin vào tháng 9-2020 như một phần của Gói tài chính kỹ thuật số mới (Digital Finance Package).

Để ước lượng quy mô tiềm năng của hệ thống Libra, các chuyên gia xác định cả số lượng người dùng tiềm năng và tỷ lệ nắm giữ trung bình trên mỗi người dùng. Cơ sở người dùng tiềm năng được cho là 2,4 tỷ người dùng trong hệ sinh thái Facebook (bao gồm cả Instagram và WhatsApp, ngoài Facebook). Khoảng 10% trong số những người dùng đó (240 triệu) sống ở Khu vực đồng Euro. Giả sử số tiền nắm giữ trung bình trên mỗi người dùng được phân bổ gần như đồng đều trên các khu vực địa lý, điều này ngụ ý rằng lượng tiền tệ không trùng khớp giữa dòng chảy từ người dùng châu Âu đến Quỹ dự trữ Libra bằng đồng Euro và tài sản bằng đồng Euro do Quỹ dự trữ nắm giữ. Điều này sẽ dẫn đến dòng vốn bổ sung vào các thị trường tài trợ ngắn hạn của Khu vực đồng Euro từ phần còn lại của thế giới với tổng trị giá lần lượt là 12,2 tỷ €, 45,1 tỷ € và 234,3 tỷ €. Tùy thuộc vào quy mô và tốc độ áp dụng, những dòng tiền này có thể có tác động hạn chế đến tỷ giá hối đoái đồng Euro. Nếu có các phiên bản bổ sung của Libra, mỗi phiên bản chỉ được hỗ trợ bởi một loại tiền pháp định (EUR-Libra chỉ được hỗ trợ bởi Euro, USD-Libra chỉ được hỗ trợ bởi USD, v.v.), thì dòng chảy giữa các thị trường tài trợ ngắn hạn của Khu vực đồng Euro và phần còn lại của thế giới sẽ được xác định bởi việc sử dụng tương

đối các phiên bản khác nhau của Libra bên trong và bên ngoài Khu vực đồng Euro.

Với những tiềm năng trên, Libra có khả năng trở thành một trong những quỹ thị trường tiền tệ lớn nhất châu Âu. Chính sách đầu tư của Hiệp hội Libra có thể dẫn đến việc một số khoản tiền gửi bán lẻ ổn định được chuyển sang hình thức tài trợ bán buôn kém ổn định hơn trong hệ thống ngân hàng Khu vực đồng Euro. Đồng thời, những tác động mà dòng vốn ra đột ngột từ Quỹ Dự trữ Libra có thể gây ra đối với các thị trường vốn ngắn hạn của Khu vực đồng Euro có thể được đánh giá dựa trên các hoạt động rút vốn khỏi ngân hàng và quỹ trong lịch sử. Vì vậy, Quỹ Dự trữ Libra sẽ phải nắm giữ số lượng đáng kể tài sản có tính thanh khoản cao nếu tuân theo quy định của châu Âu về MMF, nhằm làm tăng khả năng phục hồi trong các tình huống dòng vốn tháo chạy. Bởi lẽ một cú sốc rút vốn ảnh hưởng đến Quỹ Dự trữ Libra có thể gây ra những thách thức và rủi ro cho thị trường tài chính toàn cầu và Khu vực đồng Euro.

## **5. Các vấn đề điều tiết và giám sát đối với stablecoin**

Tốc độ thay đổi và khả năng gây ảnh hưởng đến các nhà cung cấp dịch vụ truyền thống đã đưa vấn đề của hệ thống thanh toán lên thành một trong những mối quan tâm hàng đầu của các nhà hoạch định chính sách. Trong bối cảnh đó, các tổ chức giám sát chu chuyển vốn quốc tế và ngân hàng trung ương các nước có vai trò nòng cốt trong việc định hình phản ứng của các nhà hoạch định chính sách đối với những thay đổi này.

### ***Vai trò của G7***

Thông báo về Libra vào tháng 6-2019 đã đưa các stablecoin toàn cầu lên nội dung hàng đầu trong chương trình nghị sự của G7. Các Bộ trưởng Tài chính và Thống đốc Ngân hàng Trung ương G7 đã kết luận tại một cuộc họp ở Chantilly, Pháp, vào tháng 7-2019, rằng stablecoin đã làm dấy lên những quan ngại nghiêm trọng về quy định và hệ thống. Các sáng kiến stablecoin và các nhà điều hành chúng sẽ phải đáp ứng các tiêu chuẩn cao nhất về quản lý tài chính để tiếp tục triển khai mà không ảnh hưởng đến sự ổn định của hệ thống tài chính. Chủ tịch G7 đã thành lập Nhóm công tác G7 (G7 Working Group) mới về stablecoin.

Vào tháng 9-2019, Cơ quan kiểm soát tài chính của Pháp và Đức đã đưa ra một tuyên bố chung cảnh báo dự án Libra vì dự án này không thuyết phục được họ rằng các rủi ro do G7 xác định sẽ được giải quyết đúng cách. Đi xa hơn nữa, các bộ trưởng tuyên bố rằng không có tổ chức tư nhân nào nên đòi quyền lực tiền tệ (claim monetary power) vốn gắn với chủ quyền của các quốc gia.

Tại cuộc họp G7 ở Washington vào tháng 10-2019, các Bộ trưởng Tài chính và Thống đốc Ngân hàng Trung ương G7 hoan nghênh báo cáo 'Điều tra tác động của global

stablecoin” của Nhóm công tác G7 đối với stablecoin. Báo cáo chỉ ra các vấn đề quan trọng sau đây cần được giải quyết (G7 Working Group on Stable-coins, 2019):

- Các sáng kiến stablecoin phải đảm bảo sự tin tưởng của công chúng bằng cách đáp ứng các tiêu chuẩn quy định cao nhất - bao gồm hướng dẫn từ các cơ quan thiết lập tiêu chuẩn quốc tế - và phải chịu sự theo dõi và giám sát thận trọng (prudent supervision and oversight).
- Các sáng kiến stablecoin phải chứng minh cơ sở pháp lý hợp lý để đảm bảo sự bảo vệ và đảm bảo đầy đủ cho tất cả các bên liên quan và người dùng.
- Khuôn khổ quản trị và quản lý rủi ro phải đảm bảo khả năng phục hồi hoạt động và không gian mạng.
- Việc quản lý các tài sản cơ sở phải an toàn, thận trọng, minh bạch và nhất quán với bản chất của các nghĩa vụ đối với chủ sở hữu coin.
- Stablecoin có thể gây ra các vấn đề lớn hơn đối với hệ thống tiền tệ quốc tế, đặc biệt nếu chúng trở thành một sự thay thế rộng rãi cho tiền mặt và tiền gửi ở một số nền kinh tế.

Nhóm công tác G7 về stablecoin đã xác định những thách thức và rủi ro của stablecoin đối với chính sách công, các quy định và giám sát, bất kể quy mô cũng như nội dung của các global stablecoin tiềm năng. Họ tin rằng không có dự án stablecoin toàn cầu nào nên bắt đầu hoạt động cho đến khi các thách thức và rủi ro về pháp lý, quy định và giám sát được giải quyết thỏa đáng.

Bảng 1 cho thấy những thách thức và rủi ro của các stablecoin theo Nhóm công tác G7 về stablecoin.

**Bảng 1. Những thách thức và rủi ro của các stablecoin (G7 Working Group on Stablecoins)**

Những thách thức và rủi ro	
Những thách thức và rủi ro của stablecoin với mọi quy mô	Tuân thủ luật (Legal certainty)
	Quản trị hợp lý (Sound governance)
	Liên chính tài chính (Financial integrity (AML/CFT))
	An toàn, hiệu quả và toàn vẹn của hệ thống thanh toán (Safety, efficiency and integrity of payment systems)
	Rủi ro hoạt động và sự cố mạng (Cyber and other operational risk considerations)
	Toàn vẹn thị trường (Market integrity)
	Bảo vệ dữ liệu (Data protection)
	Bảo vệ người tiêu dùng/ nhà đầu tư (Consumer/investor protection)
	Tuân thủ thuế (Tax compliance)
Thách thức và rủi ro của stablecoin quy mô toàn cầu	Cạnh tranh công bằng trên thị trường tài chính (Fair competition in financial markets)
	Hàm ý đối với sự ổn định tài chính (Financial stability implications)
	Truyền dẫn chính sách tiền tệ (Monetary policy transmission)

*Nguồn: Read và Schäfer (2020).*

### **Vai trò của G20**

Tại cuộc họp tháng 10-2019 ở Washington, G20 tuyên bố rằng các stablecoin toàn cầu và các hệ thống tương tự khác có khả năng sẽ làm phát sinh các rủi ro pháp lý và chính sách công nghiêm trọng (rửa tiền, tài trợ bất hợp pháp, bảo vệ người tiêu dùng và nhà đầu tư). Các rủi ro này cần được đánh giá và giải quyết trước khi ra mắt (G20 Japan, 2019). Vào tháng 2-2020, tân Chủ tịch G20 của Saudi Arabia đã nhắc lại quan điểm đó và yêu cầu Ban Ổn định Tài chính (FSB - the Financial Stability Board), Ủy ban Thanh toán và Cơ sở Thị trường (CPMI - the Committee on Payments and Market Infrastructures) và các cơ quan thiết lập tiêu chuẩn khác phát triển một lộ trình để tăng cường hệ thống thanh toán chéo toàn cầu vào tháng 10-2020 (G20 Saudi Arabia, 2020). Đây là ưu tiên của hội nghị thượng đỉnh G20 tại Riyadh.



Chủ tịch FSB đã thông báo với G20 rằng FSB đang đánh giá cách thức áp dụng khuôn khổ quy định hiện có đối với các stablecoin toàn cầu và liệu có cần xử lý bất kỳ lỗ hổng quy định nào hay không. FSB đã thành lập nhóm làm việc của riêng mình về stablecoin. Một báo cáo về các vấn đề quy định của stablecoin được đưa ra, nêu rõ các bước: (i) xem xét các phương pháp tiếp cận giám sát và quản lý hiện có đối với stablecoin, (ii) xem xét liệu chúng có đầy đủ và hiệu quả trong việc giải quyết các vấn đề ổn định tài chính và rủi ro hệ thống, và (iii) tư vấn về các phản ứng đa phương có thể xảy ra<sup>3</sup>.

Đồng thời, trước đó Chủ tịch FSB xác nhận rằng việc xem xét các phương pháp tiếp cận trong các khu vực tài phán thành viên của FSB đã được hoàn thành và FSB đã được giao nhiệm vụ điều phối việc phát triển một lộ trình cho các hệ thống thanh toán xuyên biên giới. Để chuẩn bị, FSB đã ban hành một báo cáo kết hợp và tài liệu tham vấn vào tháng 4-2020 về các thách thức đối với hệ thống quy định, theo dõi và giám sát do các hệ thống stablecoin toàn cầu đặt ra. Bài báo bao gồm một phần về các rủi ro và tính dễ bị tổn thương do các stablecoin toàn cầu gây ra, tóm tắt về việc dự trữ được thực hiện trong các khu vực pháp lý của FSB, các tiêu chuẩn chính từ các cơ quan thiết lập tiêu chuẩn quốc tế khác nhau, và cuối cùng là mười khuyến nghị cấp cao cho các cơ quan chức năng tại cấp tài phán, bao gồm phiên bản cuối cùng của mười khuyến nghị cấp cao<sup>4</sup>. Báo cáo cuối cùng được xuất bản vào tháng 10-2020.

### ***Vai trò của Liên minh châu Âu***

Vào tháng 12-2019, Liên minh châu Âu và Ủy ban châu Âu đã ban hành một tuyên bố chung về stablecoin dựa trên các lập trường nghiêm ngặt đã được G7 và G20 nêu rõ. Các tổ chức EU sẽ hợp tác với ECB và với các cơ quan giám sát quốc gia và châu Âu. Hội đồng và Ủy ban sẵn sàng thực hiện tất cả các biện pháp cần thiết để đảm bảo các tiêu chuẩn phù hợp về bảo vệ người tiêu dùng và các điều kiện tài chính và tiền tệ một cách trật tự. Không có thỏa thuận stablecoin toàn cầu nào nên bắt đầu hoạt động ở EU cho đến khi các thách thức và rủi ro về pháp lý, quy định và giám sát được xác định và giải quyết đầy đủ (Council of the European Union, 2019).

### ***Từ điều tiết đến giám sát và vai trò của giám sát tích hợp (embedded supervision)***

Quy định và giám sát đang phát triển cùng với công nghệ. Trong một số trường hợp, ngoài việc sử dụng công nghệ để tuân thủ quy định, giám sát và thực thi (regtech và supotech), các yêu cầu về quản lý và giám sát cũng đang được xây dựng trong các hệ thống công nghệ. Một số quốc gia đã triển khai hoặc lập kế hoạch báo cáo giám sát tự động. Trong nghiên cứu gần đây, Auer (2019a) đưa ra khái niệm giám sát tích hợp, hay giám sát lồng

---

<sup>3,4</sup> Theo Read và Schäfer (2020)

ghép (“embedded supervision”). Giám sát tích hợp là một khuôn khổ cho phép việc tuân thủ quy định được giám sát tự động bằng cách đọc sổ cái của thị trường dựa trên DLT. Sổ cái của thị trường dựa trên DLT chứa nhiều thông tin có liên quan cho các mục đích giám sát. Như vậy, nó có thể được sử dụng để cải thiện chất lượng dữ liệu có sẵn cho người giám sát, đồng thời giảm nhu cầu các doanh nghiệp phải chủ động thu thập, xác minh và báo cáo dữ liệu cho cơ quan chức năng. Thông qua việc sử dụng DLT, các stablecoin có thể cho phép tiếp cận này trong thực tế.

Giám sát tích hợp có thể xác minh việc tuân thủ các quy định bằng cách đọc các sổ cái phân tán ở cả thị trường bán buôn và thị trường ngân hàng bán lẻ. Người giám sát có thể truy cập tất cả dữ liệu cấp độ giao dịch. Ngoài ra, việc sử dụng hợp đồng thông minh, cây Merkle, mã hóa đồng hình và các công cụ mật mã khác có thể cung cấp cho người giám sát quyền truy cập có thể xác minh được các phần cụ thể của dữ liệu vi mô đó hoặc các vị thế hợp nhất có liên quan. Các công ty sẽ chỉ cần xác định các quyền truy cập có liên quan.

Việc cho phép giám sát tích hợp có tầm quan trọng đáng kể đối với sự phát triển của tài sản “mã hóa” - quá trình mà theo đó các yêu cầu về quyền sở hữu hoặc quyền sở hữu đối với các tài sản thực và tài sản tài chính được đại diện kỹ thuật số bằng tokens, cho phép các hình thức giao dịch mới và cải thiện việc thanh toán (Bech và cộng sự, 2020). Đặc biệt, một mục đích quan trọng ban đầu của tính năng giám sát tích hợp có thể nằm trong việc giám sát toàn bộ tài sản đảm bảo của một stablecoin dựa trên blockchain. Hiện tại, USDC và Paxos công bố báo cáo kiểm toán công khai hàng tháng về hợp đồng thông minh và dự trữ trên trang web của họ; để giảm rủi ro gian lận, quy trình này có thể hoàn toàn tự động và thậm chí theo thời gian thực.

Để minh họa cả giá trị và giới hạn của việc giám sát tích hợp được áp dụng cho stablecoin, hãy xem xét đề xuất Libra sửa đổi. Libra 2.0 nhấn mạnh rằng khi áp dụng giám sát tích hợp, người ta cần phân biệt rõ việc sử dụng DLT với các yếu tố truyền thống khác liên quan đến công nghệ, nhưng vẫn dựa trên nền tảng giá trị được cung cấp bởi các tổ chức được giám sát và hệ thống pháp luật. Auer (2019b) đã thảo luận về các nguyên tắc sẽ chi phối một khuôn khổ được thiết kế để sử dụng sổ cái phân tán của thị trường nhằm mục đích giám sát tài chính.

Một trong những nguyên tắc này là cách mà giá trị nền tảng của các stablecoin đơn tiền tệ được đảm bảo trong Libra 2.0. Chính chữ ký số của các ngân hàng trong sổ cái sẽ củng cố giá trị của những đồng tiền này. Rõ ràng, không có gì khác ngoài hệ thống tư pháp buộc các ngân hàng phải tôn trọng những bảo đảm này. Nguyên tắc đầu tiên của giám sát tích hợp là quá trình mã hóa phải được hỗ trợ bởi hệ thống pháp luật. Mỗi liên hệ giữa xác nhận quyền yêu cầu hoặc quyền sở hữu đối với tài sản đảm bảo và thông tin

của mật mã kỹ thuật số cuối cùng phải được thiết lập bởi hệ thống pháp luật và các thỏa thuận hợp đồng có liên quan. Điều này đúng với stablecoin, nhưng cũng đúng với các tài sản như bất động sản hoặc vốn cổ phần trong một doanh nghiệp truyền thống. Quan trọng là, cũng giống như trong hệ thống tài chính truyền thống, một hệ thống tài chính phi tập trung cần được hỗ trợ bởi một hệ thống pháp lý và tư pháp hiệu quả, đồng thời hỗ trợ các định chế thực thi các thỏa thuận hợp đồng.

Nguyên tắc thứ hai liên quan đến trao đổi trong thị trường dựa trên DLT: các giao dịch và chuyển giao quyền sở hữu phải là không thể hủy ngang và cuối cùng - nếu không các mục trong bảng cân đối kế toán sẽ không có tính xác định. Ngay cả với DLT “được phép”, có thể không có tổ chức trung tâm nào có khả năng bảo đảm tính chính xác bằng một chữ ký ràng buộc về mặt pháp lý. Rủi ro của việc một bên không thực hiện được giao dịch vẫn còn (Bech và cộng sự, 2020). Do đó, một tiêu chí khác về tính cuối cùng (transaction finality) của giao dịch phải được thiết lập, trong đó tính cuối cùng (finality) của khoản thanh toán là một mối quan tâm đặc biệt.

Nguyên tắc thứ ba là xem xét thị trường sẽ phản ứng như thế nào khi được giám sát tự động. Giám sát tích hợp tập trung vào khái niệm *economic finality* được đề xuất trong Auer (2019b). *Economic finality* là khái niệm rằng một giao dịch là cuối cùng khi nó không còn đem lại lợi nhuận nếu đảo ngược giao dịch. Khi áp dụng điều này cho trường hợp của Libra 2.0, sách trắng không giải thích rõ ràng về cách thức giao dịch cuối cùng sẽ đạt được. Họ đưa ra một quy trình tiêu chuẩn để đạt được sự đồng thuận về các giao dịch thông qua tỷ lệ 2/3 giữa các thành viên hiệp hội. Tuy nhiên, còn thiếu một bộ quy tắc để giải thích điều gì sẽ xảy ra nếu thực sự 2/3 thành viên của hiệp hội phối hợp để thực hiện các giao dịch lừa đảo thông qua cuộc tấn công đảo ngược lịch sử (history reversion attack). Do đó, cần có thêm thông tin để thiết lập tính quyết toán kinh tế (economic finality) và để đảm bảo rằng các nỗ lực đánh lừa người giám sát sẽ không có lợi. Tất nhiên, điều quan trọng cần lưu ý là tính hoàn thiện về công nghệ (technological finality) hoặc thậm chí tính quyết định của hợp đồng (contractual finality) không giống như tính chính thức hợp pháp (legal payment finality), thường sẽ yêu cầu thanh toán trên sổ sách của ngân hàng trung ương hoặc thông qua hệ thống thanh toán được ủy quyền thích hợp.

Nguyên tắc cuối cùng liên quan đến các mục tiêu xã hội rộng lớn hơn khi thiết kế giám sát tích hợp. Bất chấp những tiến bộ công nghệ đáng kể trong những thập kỷ gần đây, các dịch vụ tài chính vẫn còn đắt đỏ (Philippon, 2015 và Bazot, 2018). Điều này có thể phản ánh một phần các rào cản cao đối với việc tham gia cung cấp các dịch vụ tài chính, một số rào cản trong số đó được tạo ra do gánh nặng hành chính trong việc tuân thủ các quy định tài chính. Do tập trung vào quy định và giám sát chi tiết để giải quyết rủi ro của các trung gian tài chính lớn và phức tạp, các giám sát viên có thể đã vô tình ủng

hộ hơn nữa sự tập trung - bằng cách tạo ra các chi phí tuân thủ có ảnh hưởng không cân xứng đối với các trung gian nhỏ hơn. Những điều này chắc chắn không phải là rào cản duy nhất đối với việc gia nhập thị trường tài chính, song các biện pháp giảm chi phí như vậy có thể nâng cao tính cạnh tranh và khả năng tranh chấp.

Do đó, một mục tiêu của giám sát tích hợp là đạt được sự tuân thủ chất lượng cao với chi phí thấp hơn, từ đó san bằng sân chơi cho các định chế lớn và nhỏ. Trong trường hợp của Libra 2.0, đó là đảm bảo để người giám sát thực hiện vai trò tích cực trong sự vận hành của thị trường, đặc biệt là liên quan đến tiêu chuẩn hóa cấu trúc cơ sở dữ liệu, để đảm bảo khả năng tương tác của chuỗi khối Libra với các chuỗi khối khác. Mục tiêu thứ hai có thể là phát triển một bộ công cụ giám sát mã nguồn mở miễn phí với mục đích làm rõ cách các khuôn khổ quy định cụ thể được áp dụng trong thực tế. Mục tiêu thứ ba là đảm bảo tính hợp pháp của các khoản thanh toán, như trường hợp của các hệ thống thanh toán ngày nay.

Một mục tiêu hoạt động xa hơn là giảm chi phí biên của hoạt động kinh doanh bằng cách tạo điều kiện tiếp cận thông tin chính thức đáng tin cậy. Một biện pháp có thể dễ dàng thực hiện là các cơ quan công quyền cung cấp trực tiếp thông tin được xác nhận điện tử và ghi dấu thời gian để có thể được đưa vào sổ cái thị trường liên quan - hoặc thiết lập các tiêu chuẩn để các trung gian tư nhân có thể làm như vậy. Trong nhiều trường hợp, các hợp đồng tài chính có thể tham chiếu dữ liệu có nguồn gốc từ khu vực chính thức, chẳng hạn như lãi suất chính sách của ngân hàng trung ương hoặc các dữ liệu của cơ quan thống kê quốc gia.

Khía cạnh hoạt động cuối cùng liên quan đến việc xử lý các tranh chấp. Các khuôn khổ hoặc tiêu chuẩn quy định có thể hướng dẫn các quy trình phân xử nếu bất kỳ thông tin nào được tham chiếu trong hợp đồng thông minh là gian lận. Điều này có thể xảy ra khi hợp đồng thông minh có lỗi hỏng bảo mật hoặc trong các sự kiện không lường trước khác, chẳng hạn như nếu hợp đồng thông minh phụ thuộc vào lãi suất chuẩn không còn tồn tại. Tuy nhiên, cuối cùng, thế giới đôi khi quá phức tạp để có thể đưa vào mã hóa. Hơn nữa, các trường hợp liên quan đến cá nhân có thể tạo ra thông tin cá nhân cần được xử lý bảo mật, và người dùng có quyền truy đòi nếu dữ liệu được sử dụng không đúng cách. Do đó, những trường hợp khó xử lý hơn có thể luôn cần được giải quyết thông qua một quy trình pháp lý kiểu cũ (Zetsche và cộng sự, 2020). Theo nghĩa này, giá trị gia tăng của tự động hóa phi tập trung nên được coi là đơn giản hóa việc thực hiện hợp đồng.

Một chức năng có thể có của stablecoin - chức năng mong muốn từ quan điểm của người dùng - là cung cấp phương tiện thanh toán kỹ thuật số, có thể được nhúng trong cả DLT và môi trường tập trung truyền thống để giảm rủi ro thanh toán, quyết toán, và chi phí giao dịch, đặc biệt là tăng cường sự tin cậy của người dùng vào hệ thống và việc thanh

toán. Người ta có thể coi đây là khoản thanh toán “kết hợp - embedding” vào các giao dịch và việc thanh toán. Từ quan điểm này, stablecoin có tiềm năng đem lại những đổi mới đáng mong đợi, nhưng cũng có thể tạo ra một loạt rủi ro và mối quan tâm mới.

Tuy nhiên, một giải pháp tốt hơn trên thực tế có thể là sử dụng công nghệ để kết hợp các loại tiền pháp định theo cách tương tự, chẳng hạn như trong bối cảnh của các loại tiền kỹ thuật số của ngân hàng trung ương (CBDC). Các ngân hàng trung ương trên khắp thế giới đang nghiên cứu và phát triển các CBDC. Các CBDC bán buôn và bán lẻ cung cấp sự kết hợp giữa chuyên môn của khu vực tư nhân với cơ sở hạ tầng và bảo đảm giá trị của ngân hàng trung ương. Theo thiết kế, CBDC sẽ có giá trị cố định so với các đại diện khác của đơn vị tiền tệ của ngân hàng trung ương. Thật vậy, trong hầu hết các thiết kế, CBDC sẽ là một trái quyền trực tiếp đối với ngân hàng trung ương. Mặc dù các trung gian khu vực tư nhân vẫn có thể cung cấp các dịch vụ hướng tới khách hàng, nhưng các xung đột lợi ích cố hữu, mà trong đó các trung gian tìm cách đạt được lợi nhuận cao hơn từ nguồn tiền gửi, sẽ bị loại bỏ. Ngay cả các hệ thống CBDC “tổng hợp” trong đó stablecoin không phải là trái quyền đối với ngân hàng trung ương, nhưng trong đó tổ chức phát hành có quyền truy cập trực tiếp vào thanh khoản của ngân hàng trung ương.

Một số lợi ích cũng có thể đạt được thông qua các cải cách ít sâu rộng hơn đối với các hệ thống thanh toán hiện có. Ví dụ: hệ thống thanh toán nhanh bán lẻ (FPS) có thể cho phép tốc độ và tính khả dụng 24/7 mà người tiêu dùng và doanh nghiệp đang yêu cầu. Nó cũng có thể lập trình thanh toán theo cách để hỗ trợ thanh toán nguyên tử (“giao hàng - thanh toán” ngay lập tức), để cho phép thanh toán các giá trị rất nhỏ (thanh toán vi mô) hoặc tương thích với các hệ thống DLT. Không giống như CBDC, FPS xây dựng dựa trên các tài khoản hiện có tại các trung gian. Những tài khoản như vậy không được chính phủ bảo đảm, nhưng chúng cũng không dẫn đến những lo ngại về “tháo chạy kỹ thuật số - digital runs” hoặc phi trung gian hóa. Những tiến bộ như vậy có thể bổ sung cho nỗ lực phát hành CBDC như một phương tiện thanh toán kỹ thuật số công cộng mạnh.

Từ quan điểm về tính cuối cùng của khoản thanh toán (payment finality), điều này thường được cho là xảy ra khi việc chuyển khoản diễn ra trên sổ sách của ngân hàng trung ương. Finality cũng có thể diễn ra nếu khuôn khổ pháp lý liên quan quy định việc đó diễn ra trong bối cảnh của một hệ thống thanh toán được điều tiết. Do đó, mặc dù stablecoin hoặc FPS có thể không cung cấp tính finality giống như CBDC (vì các khoản thanh toán CBDC sẽ thực hiện trên sổ sách của ngân hàng trung ương, cả trong hệ thống dựa trên mã token hoặc dựa trên tài khoản), khung pháp lý và quy định đối với việc cấp phép và giám sát các hệ thống thanh toán phải đưa ra các quy định đối với hệ thống để đáp ứng tính finality đó. Điều này sẽ tạo cơ hội rõ ràng cho việc ủy quyền giám sát lồng ghép vào các hệ thống như vậy.

## Kết luận

Stablecoins là những hệ thống phức tạp bao gồm nhiều chức năng và pháp nhân phụ thuộc lẫn nhau. Stablecoins có thể giúp giải quyết nhu cầu chưa được đáp ứng của người tiêu dùng đối với các dịch vụ thanh toán, nhưng việc hiểu rõ về hệ sinh thái phức tạp này, các tính năng riêng lẻ và chức năng cụ thể của chúng là rất quan trọng để hiểu được những tác động có thể xảy ra về mặt rủi ro và các quy định. Tùy thuộc vào các đặc tính cụ thể của chúng, chức năng quản lý tài sản của stablecoin có thể được điều chỉnh bởi các quy định hiện hành về tiền điện tử, ngân hàng hoặc quỹ đầu tư. Tuy nhiên, các đặc điểm cụ thể về công nghệ, pháp lý và hoạt động của stablecoin cũng cho phép các tùy chọn thiết kế mà theo đó chức năng quản lý tài sản sẽ không nằm trong khuôn khổ quy định hiện hành. Do vậy một vấn đề quan trọng đặt ra là liệu người dùng cuối có quyền chính thức đối với các tài sản đảm bảo cho stablecoin hay không.

Nếu một hệ thống stablecoin đạt đến quy mô toàn cầu, những trục trặc của nó có thể gây ra rủi ro cho hệ thống tài chính. Chức năng quản lý tài sản của một hệ thống global stablecoin có thể tương tự như một quỹ thị trường tiền tệ toàn cầu có cổ phần được nắm giữ bởi người dùng bán lẻ. Với các stablecoin hứa hẹn sự ổn định, những khách hàng bán lẻ như vậy có thể cho rằng việc nắm giữ coin của họ an toàn như tiền gửi ngân hàng, có thể được chuyển giao, chi tiêu dễ dàng và an toàn. Nhận thức như vậy sẽ đánh giá thấp những rủi ro liên quan đến một khoản đầu tư hiệu quả vào các tài sản tài chính có gắn các chức năng thanh toán và chuyển nhượng. Việc nhận ra những rủi ro này một cách đột ngột có thể gây ra phản ứng mang tính hệ thống. Mức độ nghiêm trọng và tác động của chúng phụ thuộc vào quy mô và tính liên kết của hệ thống stablecoin. Như mô phỏng trong bài viết này cho thấy, một global stablecoin, trong một số trường hợp nhất định, có thể phát triển đến quy mô để trở thành vấn đề mang tính hệ thống.

Để đạt được những lợi ích tiềm năng của chúng mà không làm suy yếu sự ổn định tài chính, chúng ta phải đảm bảo rằng các hệ thống stablecoin được điều tiết và giám sát thích hợp. Như các phân tích cho thấy, các lỗ hổng trong chức năng quản lý tài sản có thể kích hoạt một sự tháo chạy khỏi stablecoin, dẫn đến rủi ro đáng kể đối với sự ổn định tài chính. Để giảm thiểu những rủi ro như vậy, những người đề xuất stablecoin nên thiết kế hệ thống của họ trên cơ sở tuân thủ các quy định hiện hành (chẳng hạn như EMD, Chỉ thị UCITS, AIFMD hoặc Quy định MMF - the EMD, the UCITS Directive, the AIFMD or the MMF Regulation).

Ngoài ra, một khuôn khổ quy định mới cũng cần phải được đưa ra để giải quyết các rủi ro và đảm bảo rằng sự tin tưởng vào các hệ thống như vậy có thể được duy trì ngay cả khi thị trường có căng thẳng. Nhìn xa hơn chức năng quản lý tài sản, bản chất toàn cầu và phức tạp của các hệ thống stablecoin yêu cầu hệ thống đó phải toàn diện, tổng quát, và

được phối hợp ở cấp độ quốc tế. Chính vì vậy, nếu như các stablecoin đơn tiền tệ giúp hạn chế rủi ro ổn định tài chính và tiền tệ, thì sự ra đời của các stablecoin toàn cầu đặt ra các vấn đề và mối quan tâm lớn hơn nhiều. Trong tương lai, các nhà chức trách cần phải có các công cụ, kỹ năng và công nghệ để nhận diện sự phát triển hoặc sáng tạo ra stablecoin, đặc biệt là stablecoin toàn cầu, đồng thời xây dựng các khuôn khổ quản lý và giám sát phù hợp.

Như vậy, công nghệ mang lại tiềm năng không chỉ để tăng cường giám sát mà còn cung cấp các công cụ mới để thực hiện các quy định. Stablecoins và các hình thức tài chính phi tập trung khác không chỉ đặt ra các thách thức về quản lý và giám sát, mà còn là cơ hội để lồng ghép các khuôn khổ theo dõi và giám sát trực tiếp vào các hệ thống trong quá trình phát sinh và phê duyệt. Điều này có khả năng nâng cao mức độ đạt được các mục tiêu quản lý và giám sát. Tuy nhiên, vẫn còn nhiều câu hỏi đặt ra là liệu các cơ sở hạ tầng của ngân hàng trung ương, như CBDC hoặc hệ thống thanh toán nhanh bán lẻ, với vai trò nền tảng cho việc xây dựng các dịch vụ tư nhân, có thể cung cấp nhiều cơ hội tương tự như vậy một cách hiệu quả hơn hay không.

### Tài liệu tham khảo

- Adachi, M., M. Cominetta, C. Kaufmann & A. van der Kraaij (2020), A regulatory and financial stability perspective on global stablecoins, *ECB Macprudential Bulletin*, 10, [https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/macprudential-bulletin/html/ecb.mpbu202005\\_1~3e9ac10eb1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/macprudential-bulletin/html/ecb.mpbu202005_1~3e9ac10eb1.en.html) (4 September 2020).
- Auer, R. (2019a), “Embedded supervision: how to build regulation into blockchain finance”, *BIS working paper*, 811.
- Auer, R. (2019b), “Beyond the doomsday economics of ‘proof-of-work’ in cryptocurrencies”, *BIS Working Papers*, 765.
- Bazot, G. (2018), Financial intermediation cost, rents, and productivity: An international comparison, *Working Papers 0141*, European Historical Economics Society (EHES).
- Bech, M. & J. Hancock (2020), Innovations in payments, *BIS Quarterly Review*, March, 21–36.
- Bech, M., U. Faruqui & T. Shirakami (2020), Payments without borders, *BIS Quarterly Review*, March, 53–65.
- Brühl, V. (2020), Libra – A Differentiated View on Facebook’s Virtual Currency Project, *Intereconomics*, 55 (1), <https://www.intereconomics.eu/contents/year/2020/number/1/article/libra-a-differentiated-view-onfacebook-s-virtual-currency-project.html> (4 September 2020).
- Bullmann, D., J. Klemm & A. Pinna (2019), In search for stability in crypto-assets: are stablecoins the solution?, *ECB Occasional Paper Series*, 230, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op230~d57946be3b.en.pdf> (4 September 2020).

- Catalini, C., O. Gratry, J. M. Hou, S. Parasuraman & N. Wernerfelt (2019), The Libra Reserve, *Calibra staff paper*, [https://libra.org/en-US/wp-content/uploads/sites/23/2019/06/TheLibraReserve\\_en\\_US.pdf](https://libra.org/en-US/wp-content/uploads/sites/23/2019/06/TheLibraReserve_en_US.pdf) (4 September 2020).
- Council of the European Union (2019), Joint statement by the Council and the Commission on “stablecoins”, *Press release*, <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2019/12/05/joint-statement-by-the-council-and-the-commission-on-stablecoins/> (4 September 2020).
- ECB Crypto-Assets Task Force (2019), Crypto-Assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures, *ECB Occasional Paper Series*, 223, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op223~3ce14e986c.en.pdf> (4 September 2020).
- ECB Crypto-Assets Task Force (2020), Stablecoins: Implications for monetary policy, financial stability, market infrastructure and payments, and banking supervision in the euro area, *Occasional Paper Series*, 247, September 2020, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op247~fe3df92991.en.pdf> (15 October 2020).
- Eichengreen B. (2019), From Commodity to Fiat and Now to Crypto: What Does History Tell Us?, *NBER Working Papers*, National Bureau of Economic Research, Inc Libra Association (2020).
- G20 Japan (2019), G20 Press Release on Global Stablecoins, September 2020.
- G20 Saudi Arabia (2020), G20 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting, September 2020.
- G7 Working Group on Stablecoins (2019), Investigating the impact of global stablecoins, October 2019.
- Libra Association (2019a), An Introduction to Libra, White Paper, 4 September 2020.
- Libra Association, Libra White Paper. <https://libra.org>
- Lyons R.K., & G. Viswanath-Natraj (2020), What keeps Stablecoins stable?, *NBER Working Paper*, 27136, <https://www.nber.org/papers/w27136>
- Mancini-Griffoli, T. et al. (2018), Casting Light on Central Bank Digital Currency, *IMF Staff Discussion Notes*, <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2018/11/13/Casting-Lighton-Central-Bank-Digital-Currencies-46233> (4 September 2020).
- Nakamoto, S. (2008), Bitcoin: a peer-to-peer electronic cash system. <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.
- Philippon, T. (2015), Has the US Finance Industry Become Less Efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation, *American Economic Review*, 105(4), 1408–38.
- Read, O. & S. Schäfer (2020), Libra Project: Regulators Act on Global Stablecoins, *Intereconomics*, 55(6), 392–398, DOI: 10.1007/s10272-020-0936-7.
- Zetsche, D., D. Arner & R. Buckley (2020), Decentralised Finance, *Journal of Financial Regulation*, 6(2), 172–203, <https://doi.org/10.1093/jfr/fjaa010>.



# 7.

## TIỀN KỸ THUẬT SỐ NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG VÀ NHỮNG THÁCH THỨC TRONG CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Nguyễn Hoàng Thụy Bích Trâm\*

Trần Thị Thùy Linh\*

### Tóm tắt

Càng ngày, các ngân hàng trung ương càng phải chịu áp lực để đáp ứng với sự phát triển mạnh mẽ của tiền điện tử và cải thiện hiệu quả của hệ thống thanh toán của mình. Vì vậy, các Ngân hàng Trung ương đã bắt tay vào các dự án thăm dò để nghiên cứu tiềm năng phát hành Tiền kỹ thuật số Ngân hàng Trung ương. Hình thức này được kỳ vọng có thể mang lại nhiều lợi thế cho hoạt động thanh toán và thực thi chính sách tiền tệ so với tiền giấy pháp định. Thông qua đó, bài phân tích này sẽ làm rõ các tính năng chính của tiền điện tử ngân hàng trung ương, và xem xét liệu rằng tiền điện tử ngân hàng trung ương có thể đảm bảo các chức năng của tiền trong hoạt động thanh toán và thực thi chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương.

**Từ khóa:** Tiền kỹ thuật số, tiền giấy pháp định

### 1. Bối cảnh ra đời tiền kỹ thuật số NHTW:

Gần hai thiên niên kỷ sau khi các thiết bị điện tử và mạng tốc độ cao đã trở nên phổ biến, các NHTW trên toàn cầu đang tích cực khám phá khả năng thiết lập tiền kỹ thuật số có chủ quyền. Cũng giống như tiền giấy và tiền xu, tiền kỹ thuật số của NHTW sẽ được cố định về mặt danh nghĩa, có thể truy cập toàn cầu, có giá trị thanh toán hợp pháp cho tất cả giao dịch. Do đó, tiền kỹ thuật số của NHTW về cơ bản khác so với các dạng tiền ảo khác (bitcoin, ethereum và ripple). Các loại tiền ảo này được tạo ra bởi các tổ chức tư nhân (thường được gọi là tiền điện tử tư nhân) và có giá thị trường biến động rất mạnh trong những năm gần đây.

Theo thống kê của Ward và Rochemont (2019) từ các báo cáo nhận định về tiền điện tử tư nhân của nhiều quốc gia trên thế giới, tiền điện tử tư nhân này đã tạo ra tâm lý tiêu

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: nhtbtram@ueh.edu.vn

cực nói chung đối với các NHTW và các đối tượng tham gia trên thị trường nói riêng. Nhiều quốc gia cho rằng các loại tiền điện tử tư nhân này không đáp ứng các chức năng của tiền. Chúng là phương tiện đầu cơ, biến động cao, làm biến dạng thị trường, thổi bay các khoản đầu tư từ nền kinh tế thực và biến đổi thành bong bóng. Chúng có thể tạo cơ hội cho các tội phạm công nghệ cao, khiến người tiêu dùng và nhà đầu tư có nguy cơ mất mát cao, bởi vẫn phải thông qua các trung gian là “những người đào bitcoin” để duy trì sổ cái của mình. Thậm chí, NHTW châu Âu (ECB) còn xem chúng là “mầm mống xấu xa của cuộc khủng hoảng tài chính”. Bảng sau đây tóm tắt các phản hồi của các NHTW về tiền điện tử kể từ tháng 1-2019.

**Bảng 1: Phản hồi của các NHTW trên thế giới về tiền điện tử tư nhân**

Thái độ và quan điểm chính sách	Quốc gia tham khảo
Nhìn chung quan điểm tiêu cực	Azerbaijan, Australia, Ngân hàng Thanh toán Quốc tế, Canada, Trung Quốc, Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB), Phần Lan, Pháp, Hồng Kông, Ấn Độ, Indonesia, Nhật Bản, Malaysia, Hà Lan, New Zealand, Na Uy, Nga, Nam Phi, Hàn Quốc, Thụy Sĩ, Vương quốc Anh, Hoa Kỳ.
Sẽ đưa ra các chính sách cấm	Trung Quốc, Ấn Độ, Indonesia, Maroc, Hàn Quốc, Thái Lan.
Sẽ đưa ra chính sách giám sát	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Không có rủi ro thực sự đối với sự ổn định tài chính: Australia, Ấn Độ, Hoa Kỳ.</li> <li>▪ Sẵn sàng nếu cần hành động: Brazil, Malaysia, Nga, Singapore, Thụy Sĩ, Vương quốc Anh.</li> <li>▪ Cảnh báo nhà đầu tư đã ban hành: Canada, Trung Quốc, Pháp (Bitcoin), ECB, Đức, Hồng Kông, Vương quốc Anh.</li> </ul>
Sẽ đưa ra các quy định điều chỉnh	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tích hợp vào khuôn khổ quy định tài chính hiện hành: Canada, Hồng Kông, Indonesia, Nhật Bản, Mauritius, Singapore, Hoa Kỳ.</li> <li>▪ Khung quy định mới: Pháp (ICO), Gibraltar, Nhật Bản, Mauritius, Thái Lan.</li> <li>▪ Tư vấn về các quy định: Israel, Nga, Nam Phi</li> </ul>
Sẽ đưa ra các chính sách hỗ trợ	Brazil, Nhật Bản, Malta, Thụy Điển, Venezuela, Bermuda, Đức, Israel, Thụy Sĩ, Ukraine.

*Nguồn: Tổng hợp từ Ward và Rochemont (2019)*

Sự chuyển đổi từ tiền pháp định sang tiền điện tử tư nhân đã thách thức các chức năng của tiền, vai trò của các NHTW, mô hình trung gian tài chính và các vấn đề truyền dẫn chính sách tiền tệ. Các NHTW đã phải chịu áp lực để đáp ứng với sự phát triển mạnh mẽ của tiền điện tử và cải thiện hiệu quả của hệ thống thanh toán của mình. Vì vậy, các NHTW đã bắt tay vào các dự án thăm dò để nghiên cứu tiềm năng phát hành Tiền kỹ

thuật số NHTW. Một loạt mô hình đang xem xét các vấn đề như: ảnh hưởng của CBDC đối với lãi suất, sự ổn định tài chính và vấn đề an ninh đòi hỏi phải được đánh giá cẩn thận. Những thay đổi này đối với các trung gian tài chính cũng sẽ có những tác động đến khả năng cấp vốn và thanh khoản của ngân hàng.

Rõ ràng, đổi mới công nghệ đã tạo điều kiện cho tiền điện tử phát triển. Thí dụ Blockchain cho phép giao dịch không cần đến các trung tâm tài chính hay cơ quan có thẩm quyền. Chính điều này đã đưa ra những lợi thế được ca ngợi là chìa khóa cho sự tăng trưởng trong tương lai của thương mại quốc tế. Tuy nhiên, các mối quan tâm về hiệu suất, khả năng tương tác, khả năng mở rộng và bảo mật đã làm cho các NHTW không tin rằng công nghệ này đã đủ trưởng thành để thay thế các hệ thống tiền tệ hiện tại.

Thông qua đó, bài phân tích này sẽ làm rõ các tính năng chính của tiền điện tử NHTW, xem xét liệu rằng tiền điện tử NHTW có thể đảm bảo các chức năng của tiền trong các hoạt động thanh toán và thực thi chính sách tiền tệ của NHTW.

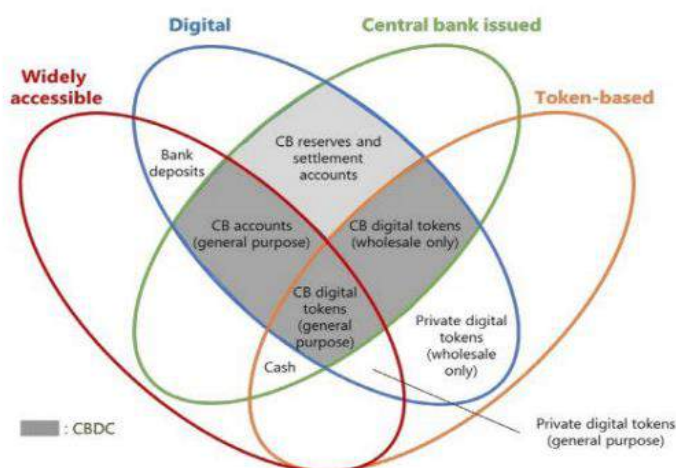
## **2. Khái niệm và những lợi ích mang lại của tiền điện tử NHTW, và các thách thức lên chính sách tiền tệ:**

### **2.1. Khái niệm về tiền điện tử NHTW:**

Theo Ngân hàng Thanh toán Quốc tế “tiền điện tử” NHTW (CBDC) không phải là thuật ngữ được xác định rõ ràng. Nó được dùng để chỉ một số khái niệm. Tuy nhiên, hầu hết mọi người đều hình dung nó là dạng tiền mới của NHTW. Đó là, một khoản nợ NHTW, được tính bằng một đơn vị tài khoản hiện có, đóng vai trò là phương tiện trao đổi và kho chứa giá trị. Để rõ ràng, tiền điện tử NHTW nên được xem xét trong bối cảnh của các loại tiền khác. Dưới đây là phân loại của tiền ở dạng biểu đồ Venn được gọi là bông hoa tiền (Bech và Garratt (2017)). Phiên bản ở đây tập trung vào sự kết hợp của 4 thuộc tính chính: nhà phát hành (NHTW hoặc các đối tượng khác); hình thức (kỹ thuật số hoặc vật lý); khả năng tiếp cận (rộng rãi hoặc hạn chế); và công nghệ (dựa trên mã thông báo - hoặc dựa trên tài khoản). Tiền thường dựa trên một trong 2 công nghệ cơ bản: mã thông báo có giá trị được lưu trữ (Token) hoặc tài khoản. Tiền mặt và nhiều loại tiền kỹ thuật số là dựa trên mã thông báo, trong khi số dư trong tài khoản dự trữ và hầu hết hình thức tiền của ngân hàng thương mại là dựa trên tài khoản.

Như vậy, theo các mô tả trên CBDC là loại tiền điện tử do NHTW phát hành có khả năng truy cập rộng hơn tiền dự trữ bắt buộc NHTW, có chức năng nhiều hơn cho các giao dịch bán lẻ, có cấu trúc hoạt động riêng biệt với các hình thức tiền tệ khác của NHTW, và có thể được trả lãi suất, theo tỷ lệ khác với tỷ lệ dự trữ.

Hình 1: Bông hoa tiền tệ



Nguồn: Ngân hàng Thanh toán Quốc tế

## 2.2. Lợi ích của việc ban hành CBDC, và các thách thức lên chính sách tiền tệ:

*CBDC đảm bảo cho công chúng có thể sử dụng nó như một hình thức thanh toán hợp pháp bên cạnh sử dụng tiền mặt.*

Việc sử dụng tiền mặt ngày càng giảm do việc thanh toán dễ dàng bằng thẻ, ứng dụng không cần tiếp xúc. Mặc dù rất ít khả năng NHTW sẽ loại bỏ tiền mặt ra khỏi hệ thống thanh toán, nhưng điều này có thể xảy ra do những hiệu ứng tiêu cực của tiền mặt. Bản chất của tiền mặt là khó theo dõi nên nó thường được sử dụng để trốn thuế, rửa tiền và các giao dịch bất hợp pháp. Tiền mặt cũng tạo ra rủi ro an ninh trong việc vận chuyển tiền và thanh toán. Vì vậy, các chính phủ trong tương lai muốn loại bỏ tiền mặt để giảm tội phạm và cải thiện việc thu thuế của mình. Do đó, CBDC được tạo bởi các NHTW nhằm đảm bảo chúng vẫn đóng vai trò và chức năng của tiền.

Dựa trên nền tảng công nghệ, CBDC có thể cải thiện hiệu quả và an toàn của cả hệ thống thanh toán bán lẻ và các hệ thống thanh toán bán buôn có giá trị lớn. Về mặt bán lẻ, loại tiền kỹ thuật số này có thể cải thiện hiệu quả của việc thanh toán. Thí dụ, tại điểm bán hàng (POS), trực tuyến và ngang hàng (P2P). CBDC cũng có thể có lợi ích cho các thanh toán bán buôn và liên ngân hàng; ví dụ, nó có thể tạo điều kiện giải quyết nhanh hơn và mở rộng thời gian xử lý.

Các giao dịch trên CBDC thường được thực hiện dựa trên các mã thông báo (Token) do NHTW phát hành. Giống như bitcoin, cách tiếp cận này sẽ sử dụng dạng công nghệ sổ cái phân tán (DLT) để xác minh quyền sở hữu mỗi mã thông báo và xác thực các giao dịch thanh toán mà không yêu cầu sự tham gia trực tiếp của NHTW hoặc bất kỳ cơ quan

thanh toán bù trừ nào khác. Tuy nhiên, ngược lại với bitcoin và các loại tiền ảo khác, NHTW sẽ xác định nguồn cung của mã thông báo CBDC. Chúng sẽ được cố định về mặt giá trị danh nghĩa và được coi là loại tiền hợp pháp. Hơn nữa, NHTW có thể thiết lập các thủ tục minh bạch các giao dịch, cập nhật và tích hợp những giao dịch khác vào các sổ cái phân tán (DLT) này. Đây lại là thách thức đã được chứng minh là khó trong trường hợp tiền ảo.

Tuy nhiên, toàn bộ chuỗi quyền sở hữu của mọi mã thông báo phải được lưu trữ trong sổ cái được mã hóa (blockchain), và bản sao của sổ cái đó phải được lưu trữ trên mỗi nút của mạng thanh toán. Các giao dịch thanh toán mới được tập hợp thành các khối phải được xác minh trước khi được thêm vĩnh viễn vào sổ cái. Quá trình xác minh này - được gọi là khai thác - bao gồm các thủ tục tính toán rất phức tạp và tốn nhiều năng lượng. Thí dụ, trong trường hợp bitcoin, doanh thu của các thợ đào bằng khoảng 0,8% tổng giá trị của giao dịch thanh toán. Vì vậy, chi phí xác minh cho hệ thống dựa trên mã thông báo sẽ rất đắt.

Rõ ràng, công nghệ Blockchain mang lại một số lợi ích, như giảm chi phí giao dịch vì không qua trung gian, cải thiện hiệu quả của thanh toán xuyên biên giới. Do đó, các công ty nhỏ cũng có thể tiếp cận thị trường toàn cầu, cải thiện tốc độ, hiệu quả và tính minh bạch trên thị trường nợ, cải thiện tính minh bạch và bảo mật của tất cả giao dịch, cải thiện việc giám sát và điều tiết thị trường. Tuy nhiên, hiệu suất về mặt vật lý ảnh hưởng đến tốc độ giao dịch của blockchain rất nhiều. Hình 3 cho thấy tốc độ thực hiện giao dịch được thống kê theo giây của mỗi hình thức thanh toán, chỉ có 7 giao dịch/giây đối với bitcoin, trong khi con số này là 24.000 giao dịch đối với hệ thống thanh toán VISA. Điều này đã cho thấy tính chậm chạp của hệ thống thanh toán bằng Token.

**Hình 2: Tốc độ giao dịch tiền điện tử so với Visa và Paypal**



Nguồn: <https://howmuch.net/crypto-transaction-speeds-compared>

### *Cạnh tranh từ tiền điện tử tư nhân*

Các lợi ích về khả năng tiếp cận rộng rãi của tiền điện tử NHTW có thể bị hạn chế nếu tiền pháp định do NHTW phát hành bị lu mờ bởi tiền điện tử do tư nhân phát hành. Mục đích thương mại của các nhà cung cấp tiền điện tử tư nhân nhằm tối đa hóa lợi nhuận của chính họ. Điều này không phù hợp để chúng đóng vai trò như tiền pháp định. Các vấn đề về phúc lợi xã hội được thực hiện bằng cách sử dụng tiền pháp định, và nếu tiền điện tử do tư nhân phát hành có độc quyền, ở đó có thể làm chi phí phúc lợi xã hội tăng lên. Vấn đề nhận trợ cấp sẽ gặp bất lợi cho công chúng.

### *Thách thức đối với chính sách tiền tệ*

Nếu việc sử dụng tiền pháp định giảm đáng kể, chính sách tối ưu của NHTW sẽ phụ thuộc vào chính sách của nhà phát hành tiền điện tử tư nhân. Điều này có thể làm suy yếu nghiêm trọng việc truyền dẫn chính sách tiền tệ và cũng như hạn chế khả năng hoạt động của NHTW với tư cách là người cho vay cuối cùng. Việc phát hành tiền tệ kỹ thuật số của NHTW có thể ngăn cản sự cạnh tranh như vậy, nếu như nó được thiết kế để trở thành loại tiền thay thế tiền điện tử do tư nhân phát hành

Từ góc độ kỹ thuật, NHTW có thể dễ dàng trả lãi cho loại tiền điện tử này. Trên thực tế, tất cả khoản tiền được giữ tại NHTW sẽ chịu cùng mức lãi suất danh nghĩa, bất kể các quỹ đó thuộc về cá nhân, công ty hay tổ chức tài chính. Cách tiếp cận này sẽ gói gọn trong phân tích của Friedman (1960), người đã lập luận rằng trong hệ thống tiền tệ hiệu quả, tiền do chính phủ phát hành sẽ mang lại lợi nhuận tương tự các tài sản phi rủi ro khác. Lý do này làm nền tảng để các NHTW trên thế giới trả lãi cho các khoản dự trữ của họ, được giữ bằng phương thức điện tử ở NHTW.

Việc trả lãi cho CBDC có thể nâng cao khả năng cạnh tranh của hệ thống ngân hàng. Lúc này các ngân hàng thương mại phải đưa ra các mức lãi suất hấp dẫn để giữ chân được khách hàng, vì khách hàng có thể có tùy chọn chuyển tiền vào tài khoản CBDC để hưởng lãi suất cao hơn. Trong một nền kinh tế đang phát triển với mức giá ổn định, lãi suất trả cho CBDC thường là dương. Tuy nhiên, nếu nền kinh tế gặp phải xáo trộn bất lợi nghiêm trọng, gây áp lực giảm đối với mặt bằng chung, NHTW có thể giảm lãi suất của CBDC này để thúc đẩy kinh tế phục hồi và ổn định giá cả khi cần thiết. Cách làm này mang lại những điểm thuận lợi hơn so với việc lưu hành tiền giấy. Bởi hiện tại tiền giấy đặt ra hạn chế đáng kể đối với khả năng cắt giảm lãi suất chính sách để đối phó với những cú sốc bất lợi nghiêm trọng. Điều này đã được bộc lộ rõ trong cuộc khủng hoảng tài chính 2008–2009.

Rõ ràng, trong giai đoạn khủng hoảng này, khi lãi suất nền kinh tế chạm đến ngưỡng 0 vẫn không thể kích thích tiêu dùng trở lại, từ đó chính phủ buộc phải kết hợp các chính sách phi truyền thống khác như nới lỏng định lượng để cứu vãn nền kinh tế. Do đó, giới

hạn lãi suất bằng 0 (ELB) này đã ngăn lãi suất thực giảm xuống và đã làm sự dịch chuyển tổng cầu đến sản lượng tiềm năng một cách chậm chạp, kém hiệu quả do sự thiếu hụt trong nguồn cung vốn vay. Điều này xảy ra vì khi lãi suất giảm gần bằng 0 người gửi tiền có thể rút tài sản chịu lãi và thay vào đó chọn giữ tiền mặt từ đó tránh được tình trạng lãi suất âm.

Vì vậy, việc thay thế các tờ giấy bạc bằng CBDC sẽ xóa được giới hạn dưới (ELB) trên lãi suất chính sách, cho phép các NHTW thực hiện chính sách lãi suất thực âm trong hoàn cảnh kinh tế khó khăn. Việc giảm giới hạn dưới của lãi suất (ELB) có thể mở rộng biên độ cho lãi suất chính sách, và điều này chỉ có thể đạt được khi hạn chế được vấn đề lưu trữ tiền mặt như một phương pháp tránh lãi suất âm. Với tiền kỹ thuật số NHTW, chính sách tiền tệ sẽ không còn bị ràng buộc bởi giới hạn dưới có hiệu lực đối với lãi suất danh nghĩa. Do đó, lãi suất trên CBDC có thể đóng vai trò là công cụ chính của chính sách tiền tệ, không cần triển khai các công cụ tiền tệ thay thế như nới lỏng định lượng, hoặc dựa vào các biện pháp can thiệp tài khóa nhằm khôi phục sự ổn định giá cả.

### **3. Thiết lập mô hình CBDC trong quá trình chuyển đổi theo xu thế toàn cầu**

Nếu như thiết lập mô hình CBDC theo mã thông báo (Token) sẽ làm giảm hiệu suất giao dịch về mặt vật lý, một thiết kế thay thế (tương tự như thẻ ghi nợ) cho mô hình CBDC có thể khắc phục vấn đề trên.

Lúc này các cá nhân và công ty sẽ nắm giữ tiền điện tử trong tài khoản CBDC tại NHTW hoặc trong các tài khoản được chỉ định, đặc biệt tại các tổ chức lưu ký được giám sát. Theo cách tiếp cận này, NHTW sẽ xử lý mỗi giao dịch thanh toán chỉ cần ghi nợ vào tài khoản CBDC của người thanh toán và ghi có tài khoản CBDC của người nhận thanh toán. Một lợi thế quan trọng của hệ thống dựa trên tài khoản, là thanh toán CBDC có thể thực hiện tức thời và không tốn kém. Tất nhiên, trong quá trình tạo ban đầu của mỗi tài khoản CBDC, danh tính của chủ tài khoản sẽ cần được xác minh bằng các thủ tục, như mở tài khoản tại ngân hàng thương mại. Tuy nhiên, từ thời điểm đó trở đi, các giao dịch thanh toán có thể được tiến hành nhanh chóng và an toàn (thí dụ sử dụng xác minh 2 bước với điện thoại di động và mã pin kỹ thuật số), ngân hàng sẽ có thể giám sát bất kỳ hoạt động bất thường nào và triển khai các biện pháp chống gian lận, bổ sung các biện pháp bảo vệ khi cần thiết.

Hiệu quả thu được từ việc thiết lập một CBDC dựa trên tài khoản sẽ rất đáng kể. Bởi người tiêu dùng thường phải trả các khoản phí đáng kể để chuyển tiền, các doanh nghiệp bán lẻ cũng phải chịu chi phí đáng kể để xác minh, cũng như phí chuyển đổi để nhận thanh toán qua thẻ ghi nợ và thẻ tín dụng.

Như đã nói ở trên, một CBDC dựa trên tài khoản có thể được thực hiện thông qua các tài khoản được giữ trực tiếp tại NHTW. Trong môi trường lưu trữ dữ liệu khổng lồ hiện nay và dung lượng mạng tốc độ cao, cung cấp CBDC qua tài khoản tại NHTW rất khả thi, như từ kinh nghiệm gần đây của Ecuador. Ecuador là một trong những quốc gia tiên phong trong việc áp dụng CBDC. Quốc gia này đã công bố tiền điện tử của riêng mình (DE) vào năm 2014. Đến tháng 2-2015 nó hoạt động như một phương tiện thanh toán chức năng, cho phép người dùng đủ điều kiện chuyển tiền qua ứng dụng di động.

Ngoài ra, theo cách tiếp cận của Dyson và Hodgson (2017), CBDC có thể cung cấp cho công chúng thông qua các tài khoản được chỉ định đặc biệt tại các ngân hàng thương mại được giám sát. Những ngân hàng này sẽ giữ số tiền tương ứng trong các tài khoản dự trữ riêng biệt tại NHTW. Cách tiếp cận này có thể đặc biệt có lợi cho các ngân hàng thương mại. Tính khả thi và lợi ích tiềm năng của các quan hệ đối tác công tư như vậy từ kinh nghiệm gần đây của Kenya. Hơn nữa, Hệ thống Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ gần đây đã có cách tiếp cận gần tương tự trong việc thiết lập các tài khoản riêng biệt để duy trì tiền của khách hàng tại các tiện ích thị trường tài chính quan trọng có hệ thống (FMU).

Cuối cùng, CBDC không cần nhằm độc quyền hệ thống thanh toán, thay vào đó có thể bổ sung cho các dịch vụ thanh toán do các tổ chức tư nhân cung cấp. Cá nhân và các doanh nghiệp sẽ vẫn tự do giữ tiền tại các tổ chức tư nhân và thanh toán sử dụng mạng riêng và tiền ảo. Trên thực tế, một số tổ chức tài chính cũng đã tích cực tham gia việc phát triển các mạng thanh toán mới sử dụng sổ cái phân tán (DLT) và các phương pháp tiếp cận hiện đại. Tuy nhiên, trong trường hợp không có sự cạnh tranh từ CBDC, các mạng riêng như vậy có thể có lợi nhuận ngày càng tăng theo quy mô và trở thành chế độ bán độc quyền. Do đó, nó có thể làm cho các quy định của chính phủ trở nên phức tạp và không rõ ràng trong việc giảm thiểu rủi ro, ngăn chặn tình trạng lũng đoạn giá với người tiêu dùng và doanh nghiệp nhỏ. Chắc chắn rằng, các quan hệ đối tác CBDC công - tư có vẻ hấp dẫn ngay cả với nhiều ngân hàng đa quốc gia.

Rõ ràng là, các NHTW không thể bãi bỏ đột ngột việc sử dụng tiền mặt. Vì vậy, NHTW có thể tạo điều kiện cho tiền mặt dần lỗi thời bằng cách đưa CBDC trở nên rộng rãi với công chúng: bằng cách thiết lập biểu phí chuyển đổi giữa tiền mặt và CBDC. Để tránh tạo gánh nặng cho các hộ gia đình có thu nhập thấp hơn, mức phí có thể thấp hoặc miễn phí để thực hiện chuyển khoản nhỏ và không thường xuyên. Những sắp xếp như vậy sẽ thúc đẩy quyền tự do lựa chọn của cá nhân, trong khi không khuyến khích trốn thuế, rửa tiền và các hoạt động bất hợp pháp khác. Nếu muốn, các cá nhân vẫn có thể bảo mật danh tính của họ bằng cách tham gia các giao dịch nhỏ bằng tiền mặt, hoặc tiền ảo, hoặc các khoản thanh toán cá nhân khác.



#### **4. Dự án phát hành tiền kỹ thuật số ở Trung Quốc và các quốc gia phát triển khác**

Cùng với những lợi ích tiềm năng của CBDC, Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBoC) đã bắt đầu tiến hành quá trình thử nghiệm sử dụng đồng nhân dân tệ kỹ thuật số, phát triển trên nền tảng chuỗi khối (blockchain) trong tháng 4-2020. Do vậy, Trung Quốc đã trở thành một trong những nền kinh tế lớn đầu tiên thử nghiệm đồng tiền kỹ thuật số NHTW mới. Những hoạt động thử nghiệm đồng nhân dân tệ kỹ thuật số được áp dụng tại 3 thành phố Thâm Quyển, Tô Châu, Thành Đô và ở khu vực kinh tế mới Xiongan. PBoC ra mắt mã tiền kỹ thuật số thông qua hệ thống 2 cấp, cả NHTW và ngân hàng thương mại đều là nhà phát hành hợp pháp.

Cùng với việc Chủ tịch Trung Quốc Tập Cận Bình gần đây đưa ra lời kêu gọi nhanh chóng phát triển công nghệ blockchain, việc triển khai sử dụng thử nghiệm đồng nhân dân tệ kỹ thuật số là thí dụ điển hình nhất cho thấy tham vọng của Trung Quốc muốn trở thành quốc gia lãnh đạo về tiền tệ kỹ thuật số. Ngoài ra, tờ báo nhà nước Trung Quốc cũng tuyên bố “hệ thống tiền tệ kỹ thuật số của nước này cung cấp sự thay thế các chức năng đối với hệ thống thanh toán bằng đồng USD”.

Ngoài Trung Quốc, các quốc gia có nền kinh tế lớn đã có những phiên bản từ khá sớm của dự luật kích thích kinh tế Mỹ, trong đó bao gồm cả việc phát triển một đồng USD kỹ thuật số. Trong khi đó ECB gần đây cũng đã công bố tài liệu nghiên cứu phân tích những lợi ích của đồng tiền kỹ thuật số tiềm năng của mình.

#### **Tài liệu tham khảo**

- Bech, M.L., Garratt, R., (2017). “Central Bank crypto-currencies”, [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1709f.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709f.htm)
- Cœuré, B., Loh, J., (2018). Central Bank digital currencies, <https://www.bis.org/cpmi/publ/d174.pdf>, Bank for International Settlement.
- Dyson, Ben and Graham Hodgson (2017). “Digital Cash: Why Central Banks Should Start Issuing Electronic Money.”, [http://positivemoney.org/wp-content/uploads/2016/01/Digital\\_Cash\\_WebPrintReady\\_20160113.pdf](http://positivemoney.org/wp-content/uploads/2016/01/Digital_Cash_WebPrintReady_20160113.pdf).
- Michael D Bordo, Andrew T Levin (2017). “Central Bank Digital Currency And The Future Of Monetary Policy”, NBER Working Paper.
- Orla Ward, Sabrina Rochemont (2019). “Understanding Central Bank Digital Currencies (CBDC)”, Institute and Faculty of Actuaries <https://cointelegraph.com/news/state-issued-digital-currencies-the-countries-which-adopted-rejected-or-researched-the-concept>

## 8.

# ĐỒNG TIỀN SỐ CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ QUỐC GIA

Nguyễn Thanh Phúc \*

Hoàng Minh Trí\*

### *Tóm tắt*

Các loại tiền kỹ thuật số đang thu hút sự quan tâm của chính phủ và công chúng bởi khả năng bảo mật cao, ít nhất là trên lý thuyết. Tuy nhiên, những rủi ro khi ứng dụng đại trà đồng tiền kỹ thuật số trong thanh toán có thể gây ra sự đe dọa tiềm tàng như gian lận và rủi ro không gian mạng, sự mất kiểm soát đối với sự ổn định tài chính và tiền tệ của một quốc gia. Từ đó, đồng tiền số của NHTW (CBDC) ra đời nhằm giải quyết những nhược điểm của tiền giấy pháp định và tiền mã hóa. Dựa trên phương pháp khảo luận nghiên cứu thực nghiệm với việc tổng hợp các sự kiện thực tế, bài tham luận được thực hiện nhằm mục đích thảo luận lợi ích kèm rủi ro của đồng tiền kỹ thuật số và vấn đề phát sinh liên quan đến tiền giấy pháp định và tiền mã hóa lưu hành trong nền kinh tế; đưa ra một số lợi ích tiềm năng của đồng tiền số do NHTW phát hành; phân tích chính sách tiền tệ trong thế giới CBDC được sử dụng rộng rãi; và đưa ra thiết kế CBDC tham khảo để mang lại lợi ích cho nền kinh tế. Bài tham luận đưa ra các thảo luận liên quan đến các loại hình tiền tệ trong nền kinh tế, trọng tâm là đồng tiền số do NHTW phát hành; từ đó giúp nâng cao nhận thức về sự thay đổi trong chính sách tiền tệ tương lai, khi CBDC được sử dụng rộng rãi và cách thiết kế thích hợp cho CBDC để hạn chế nhược điểm của chính sách tiền tệ truyền thống.

**Từ khóa:** CBDC, chính sách tiền tệ, ổn định tài chính, hệ thống thanh toán.

---

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [phucnguyen.ncs2019033@st.ueh.edu.vn](mailto:phucnguyen.ncs2019033@st.ueh.edu.vn)

## 1. Giới thiệu tổng quan

Sự xuất hiện của các loại tiền kỹ thuật số<sup>2</sup> như Bitcoin và công nghệ sổ cái phân tán (đặc biệt là blockchain) gần đây đã thu hút sự quan tâm đáng kể của công chúng, các nhà đầu tư và nhà hoạch định chính sách. Sự phát triển này đã làm gia tăng khả năng ảnh hưởng đáng kể đến hệ thống tài chính và rộng hơn là cả nền kinh tế. Do đó, trong vài năm qua, các cơ quan quản lý và NHTW ở các quốc gia luôn theo dõi và cập nhật tình hình về sự phát triển của tiền tệ kỹ thuật số, nghiên cứu tác động của chúng đến hệ thống thanh toán, sự ổn định tài chính và hiệu quả của chính sách tiền tệ quốc gia. Một cách tổng quát, nếu đồng tiền kỹ thuật số được sử dụng rộng rãi trong giao dịch và thanh toán, việc giao dịch qua các kênh thanh toán truyền thống như hệ thống ngân hàng, thẻ tín dụng và các phương tiện thanh toán khác sẽ gặp nhiều bất lợi<sup>3</sup>. Theo đó, rủi ro xảy ra khi NHTW hoặc nhà nước không kiểm soát được các giao dịch thanh toán này.

Nền kinh tế thế giới đang chứng kiến sự thay đổi mạnh mẽ của công nghệ<sup>4</sup>. Sự kết hợp của các công nghệ kỹ thuật số mới và hoạt động giao dịch trực tuyến ngày càng gia tăng, cho phép thu thập, quản lý và truyền tải khối lượng dữ liệu khổng lồ. Điều này góp phần làm giảm đáng kể chi phí giao dịch của nhiều tác vụ (Goldfarb & Tucker, 2019). Các ứng dụng mạnh mẽ, có khả năng siêu mở rộng đã được phát triển và tác động đến toàn bộ ngành công nghiệp và cách chúng ta đang sống - mọi thứ từ taxi đến phương tiện in 3D. Những người chơi mới (new players) đã tham gia nền kinh tế kỹ thuật số để cung cấp các dịch vụ này. Thêm nữa, đại dịch Covid-19 có thể đã đẩy nhanh hơn nữa tốc độ thay đổi kỹ thuật số<sup>5</sup>.

Cuộc cách mạng công nghệ đang xảy ra với hệ thống tài chính, thậm chí cả việc thiết kế tiền (design of money). Thí dụ, trên các địa điểm trao đổi ngoại tệ (FX), các nhà tạo lập thị trường hiện tại có khả năng truy cập giá theo thời gian thực ở khoảng thời gian 5 phần nghìn giây. Dự án Rio, ứng dụng mới để theo dõi thị trường được phát triển tại Trung tâm Đổi mới BIS (BIS Innovation Hub), cho phép toàn bộ yêu cầu đặt lệnh trên thị trường được theo dõi mỗi 100 mili giây hoặc 36.000 lần mỗi giờ.

---

<sup>2</sup>Tham khảo định nghĩa trong Phụ lục 2 nhằm nhận biết chính xác khái niệm loại tiền điện tử đang được sử dụng hiện tại.

<sup>3</sup><https://www.investopedia.com/ask/answers/100314/what-are-advantages-paying-bitcoin.asp>

<sup>4</sup>Caselli (1999) định nghĩa một cuộc cách mạng công nghệ đơn giản là “Sự ra đời của một loại máy móc mới” có “năng suất cao hơn các loại máy móc đã có từ trước”.

<sup>5</sup>Alfonso, Boar, Frost, Gambacorta, and Liu (2021) đưa ra một ví dụ, đại dịch đã dẫn đến sự gia tăng thương mại điện tử, đặc biệt là ở các quốc gia có quy định phong tỏa chặt chẽ; trong khi đó, trước đây các quốc gia này có chưa phát triển mạnh về thị trường giao dịch thương mại điện tử.

Công nghệ thâm nhập lĩnh vực tài chính đầu tiên là ở thị trường dịch vụ thanh toán - nền tảng cho mọi hoạt động kinh tế<sup>6</sup>. Thanh toán tương đối hấp dẫn đối với những người có chuyên môn cao về kỹ thuật số (digital disrupters) vì chúng tương đối ít tốn vốn hơn so với các dịch vụ tài chính khác và thông tin chúng tạo ra rất có giá trị để trao đổi. Không ngạc nhiên khi thời đại chúng ta đang sống chứng kiến sự bùng nổ của đổi mới kỹ thuật số trong thanh toán, bao gồm các dịch vụ thanh toán kỹ thuật số mới của các công ty khởi nghiệp fintech và công ty công nghệ lớn (Bech & Hancock, 2020).

Sự phát triển công nghệ trong thời gian gần đây đưa ra những hàm ý cho NHTW trong việc xem xét cung cấp tiền kỹ thuật số cho công chúng, thông qua các tài khoản tập trung trên sổ sách của mình. Về mặt khái niệm, điều này sẽ mở rộng nguồn cung cấp dự trữ hiện tại chỉ có thể truy cập được đối với các tổ chức tài chính cho công chúng. Trong trường hợp này, NHTW có thể được coi là "ngân hàng hẹp" (narrow bank) cung cấp tài khoản cho công chúng và cho phép chủ tài khoản sử dụng số dư trong tài khoản để thực hiện thanh toán qua sổ cái của NHTW. Đây được xem là việc thiết lập đồng tiền số của NHTW (Central Bank Digital Currency - CBDC)<sup>7</sup>.

Các chuyên gia cho rằng CBDC có thể hỗ trợ tốt cho chính sách tiền tệ, đồng thời cho phép chính phủ và NHTW có thể truy cập tập thông tin và dữ liệu có liên quan trực tiếp đến thời gian thực. Ngoài ra, hệ thống này có thể xem là nghĩa vụ và trách nhiệm của NHTW. Thêm nữa, hệ thống thanh toán dựa trên cơ sở chuỗi khối liên ngân hàng sẽ có cơ hội tác nghiệp nhanh hơn, dễ kiểm tra và minh bạch. Nghiên cứu gần đây của NHTW Anh (BoE) đã kết luận rằng, một đồng tiền kỹ thuật số do NHTW khai sinh và phát triển rộng rãi có thể "củng cố, tăng cường sự truyền tải những thay đổi chính sách tiền tệ tới nền kinh tế thực".

Trong bối cảnh tiền kỹ thuật số đang phát triển mạnh và tiềm ẩn nhiều rủi ro cao, các câu hỏi được quan tâm là (i) trong bối cảnh tiền kỹ thuật số đang phát triển mạnh, liệu các NHTW có nên phát hành đồng tiền số có thể được sử dụng rộng rãi bởi công chúng hay không? (ii) CBDC có những ưu điểm nào so với tiền giấy pháp định và tiền kỹ thuật số? (iii) Chính sách tiền tệ trong bối cảnh đồng tiền số của NHTW được sử dụng rộng rãi sẽ diễn ra theo hướng nào trong tương lai và (iv) NHTW có thể thiết kế tiền điện tử như thế nào để phù hợp với nền kinh tế?

---

<sup>6</sup>BIS, "Central banks and payments in the digital era", Annual Economic Report 2020, June 2020, Chapter III.

<sup>7</sup>Vào đầu những năm 1990, với sự xuất hiện của tiền điện tử (e-money) như Mondex, các nhà nghiên cứu tự hỏi liệu có những ảnh hưởng đáng kể đến NHTW và nền kinh tế rộng lớn hơn hay không. Hầu hết các nghiên cứu kết luận rằng có rất ít tác động đến NHTW và nền kinh tế (Fung, Huynh, & Sabetti, 2012), nhưng ý tưởng về việc NHTW phát hành tiền điện tử chưa được nêu ra trong bối cảnh đó (Freedman, 2000).

Bài tham luận tóm lược và tổng hợp các nghiên cứu trước có liên quan đến chủ đề tiền tệ của NHTW, kết hợp với việc đối chiếu và so sánh với thực tế phát triển của đồng tiền này trong thực tế. Ngoài ra, một số thí dụ và sự kiện thực tế cũng được xem xét và chất lọc vào tham luận để có sự minh họa cụ thể các khái niệm nghiên cứu còn khá mới mẻ này.

Trong các phân tiếp theo, bài tham luận sẽ trình bày rủi ro và lợi ích của tiền kỹ thuật số. Từ đó dẫn đến lập luận lý do tại sao cần phải có tiền điện tử do NHTW phát hành (CBDC). Tiếp theo, bài tham luận thảo luận về những vấn đề có thể xảy ra nếu tồn tại đồng thời của tiền pháp định/tiền điện tử và tiền kỹ thuật số. Những thảo luận này dẫn đến những gợi ý thiết kế hệ thống CBDC hiệu quả. Cuối cùng, bài tham luận đưa ra vài gợi ý chính sách nhằm nâng cao hiệu quả của CBDC trong nền kinh tế và kiểm soát được rủi ro trong thời đại bùng nổ của tiền mã hóa<sup>8</sup>.

## 2. Rủi ro và lợi ích của đồng tiền kỹ thuật số

Đầu tiên, bài tham luận tổng hợp và phân tích các nhược điểm và ưu điểm của tiền kỹ thuật số. Trên cơ sở này, phân tiếp theo sẽ đưa ra lý do tại sao NHTW và chính phủ của một quốc gia nào đó nên sử dụng đồng tiền điện tử (CBDC), từ việc phát triển hình thức điện tử của tiền pháp định và hoàn toàn không phải sử dụng tiền kỹ thuật số (hay còn gọi là tiền mã hóa) làm cơ sở giao dịch rộng rãi.

Phần lớn nghiên cứu và thảo luận thực nghiệm đều tập trung vào khía cạnh đầu cơ của các loại tiền kỹ thuật số, từ đó gây ra rủi ro ảnh hưởng đến ổn định tài chính và chính sách tiền tệ. Trong bài báo của Cục Dự trữ Liên bang (Federal Reserve), Badev and Chen (2014) cho rằng Bitcoin chủ yếu được nắm giữ bởi các nhà đầu tư và không được xem là phương tiện trong thanh toán. Năm 2017 chứng kiến Bitcoin tăng giá 400%, từ đó đưa ra quan ngại về bong bóng giá Bitcoin bùng nổ<sup>9</sup>. Giá Bitcoin đã tăng, giảm thất thường (vài chục phần trăm) nên đầu tư vào Bitcoin và các tiền ảo khác là sự lựa chọn có độ rủi ro rất cao. Thí dụ, trong thời gian rất ngắn (chỉ vài ngày), giá Bitcoin đã đạt đỉnh ở mức gần 60.000USD/Bitcoin xuống ở mức 40.000USD/Bitcoin, rồi hồi phục nhanh về mức 50.000USD/Bitcoin<sup>10</sup>. Theo đó, giá Bitcoin thay đổi phần lớn do lợi nhuận kỳ vọng tăng giá và có thể sẽ đảo chiều giảm mạnh<sup>11</sup>. Tuy nhiên, trong giai đoạn phát triển mạnh của

---

<sup>8</sup>Xem dòng chảy thiết kế các vấn đề nghiên cứu chính trong bài tham luận ở Phụ lục 1.

<sup>9</sup>Thông thường, bong bóng được định nghĩa là một sự “khởi đầu tích cực” so với giá trị cơ bản của một loại tài sản nào đó nhưng giá trị cơ bản chưa có định nghĩa chính xác. Do đó, thuật ngữ bong bóng khó nắm bắt và khó lường trước hậu quả khi “vỡ”.

<sup>10</sup><https://laodong.vn/kinh-te/bitcoin-tang-tro-lai-dang-buoc-va-chu-ky-tang-gia-moi-887315.ldo>. Do vậy, hiện tại tiền kỹ thuật số có mức độ chấp nhận thấp so với đồng tiền pháp định.

<sup>11</sup>Trong cuốn sách Phi lý trí, Shiller (2000) cho rằng tài sản có hiện tượng bong bóng thường gắn liền với sự thay đổi công nghệ và kỳ vọng lợi nhuận quá lớn nhưng không chắc chắn đạt được trong tương lai. Ví dụ,

tiền tệ kỹ thuật số, những rủi ro về ổn định tài chính nghiêm trọng nhất dường như chỉ là những khả năng có thể xảy ra, không phải là thực tế. Rủi ro đối với sự ổn định tài chính từ các loại tiền kỹ thuật số, hiện tại hoặc trong tương lai gần, có khả năng tập trung ở các nền kinh tế, nơi tiền tệ được sử dụng nhiều hơn, bởi người ta ít tin tưởng hơn vào đồng nội tệ hoặc đồng tiền kỹ thuật số cho phép các cá nhân để trốn tránh việc kiểm soát vốn. Trong những trường hợp như vậy, sự sụt giảm lớn và nhanh chóng về giá trị của tiền tệ có thể dẫn đến tổn thất trên diện rộng, thậm chí hoảng loạn, đặc biệt khi các trung gian thanh toán cung cấp tín dụng để hỗ trợ đầu cơ (Nelson, 2018).

Tiếp đó, các NHTM hoặc trung gian dịch vụ tài chính có thể phải cạnh tranh với các tổ chức cung cấp tiền kỹ thuật số trong các dịch vụ truyền thống. Thí dụ, việc nắm giữ các đồng tiền kỹ thuật số như công cụ đầu tư khiến các nhà đầu tư không mặn mà với việc gửi tiền tiết kiệm tại ngân hàng, dù kênh tiết kiệm của ngân hàng khá an toàn song lại có tỷ suất sinh lợi thấp. Thêm nữa, nếu phần lớn cộng đồng dân cư chấp nhận sử dụng tiền kỹ thuật số trong giao dịch và thanh toán các nhu cầu thiết yếu của cuộc sống, sẽ hạn chế khả năng kiểm soát của chính phủ và gia tăng quyền lực cho các trung gian tài chính và công ty Fintech khởi tạo và có cộng đồng giao dịch đồng tiền kỹ thuật của họ mạnh mẽ. Đây là thách thức cho các NHTW kiểm soát khối lượng tiền trong lưu thông đang tồn tại ở dạng nào để thực thi chính sách tiền tệ cho phù hợp. Nếu nền kinh tế hoạt động một phần bằng tiền kỹ thuật số và tiền pháp định, trong đó tiền kỹ thuật số có tỷ giá hối đoái thả nổi, NHTW dường như có thể điều tiết chu kỳ kinh doanh và kiểm soát tỷ lệ lạm phát tiền pháp định nhưng với độ chính xác thấp hơn, vì về sự biến động khó kiểm soát đến từ khía cạnh tiền tệ kỹ thuật số của nền kinh tế.

Ngoài ra, một số rủi ro liên quan đến vấn đề kỹ thuật công nghệ và các hoạt động ngầm phi pháp có thể xảy ra<sup>12</sup>. Hoạt động giao dịch và mua bán tiền kỹ thuật số dựa trên nền tảng công nghệ phức tạp và thiết bị công nghệ hiện đại, vì vậy sự thiếu hiểu biết về hệ thống có thể khiến nhà đầu tư mất tiền hoặc nếu các sự cố về hệ thống giao dịch bị sập, hay dữ liệu cá nhân bị mua bán, có thể dẫn tới tội phạm mạng ngày càng gia tăng. Tính ẩn danh của tiền kỹ thuật số có thể bị lợi dụng cho các giao dịch phi pháp như rửa tiền, trốn thuế, tài trợ khủng bố, tin tặc...

---

bong bóng liên quan đến sự ra đời của du lịch đường sắt trong đầu những năm 1900 và sản xuất hàng loạt vào những năm 1920. Tác giả đề cập đến hiện tượng bong bóng ở Bitcoin đồng quan điểm với lập luận của nhiều nhà kinh tế khác.

<sup>12</sup>Tính ẩn danh của tiền kỹ thuật số là điểm hấp dẫn thu hút nhà đầu tư nhưng cũng chính điểm hấp dẫn này lại là hạn chế khi có thể bị lợi dụng cho những mục đích trái pháp luật.

Tiền tệ kỹ thuật số được cung cấp với số lượng cố định<sup>13</sup> hoặc ngoại sinh với nhu cầu về tiền tệ. Một sự biến động về kinh tế và tài chính sẽ bị khuếch đại<sup>14</sup>. Nếu số lượng tiền tệ kỹ thuật số là cố định và nền kinh tế chấp nhận sử dụng đồng tiền kỹ thuật số (tiền mã hóa) rộng rãi, khi nền kinh tế phát triển, giá trị thực của mỗi đơn vị tiền tệ sẽ tăng lên. Nói cách khác, giá hàng hóa tính bằng tiền tệ sẽ giảm; trung bình sẽ có giảm phát, thường liên quan đến một nền kinh tế kém hiệu quả. Các doanh nghiệp và hộ gia đình có xu hướng cắt giảm chi tiêu vì các mặt hàng sẽ có giá thấp hơn trong tương lai hơn hiện tại, từ đó kìm hãm hoạt động kinh tế.

Tuy nhiên không thể phủ nhận những lợi ích tiền kỹ thuật số đem lại cho nhà đầu tư và nền kinh tế. Thứ nhất, dựa trên nền tảng công nghệ chuỗi khối (Blockchain) và mật mã toán học, các giao dịch trao đổi liên quan đến việc sử dụng tiền kỹ thuật số sẽ đạt được mức độ an toàn và bảo mật cao<sup>15</sup>.

Thứ hai, tiền kỹ thuật số giúp tạo ra cách mạng trong các hoạt động thanh toán và giao dịch thông qua đồng tiền kỹ thuật số được thực hiện trực tiếp (không giới hạn địa lý quốc gia), nhanh chóng, 24/7, đặc biệt không dựa vào bất kỳ trung gian nào phê duyệt. Ngoài ra, tiền kỹ thuật số không giới hạn số tiền giao dịch với chi phí thấp và thao tác giao dịch đơn giản. Qua đó, tiền kỹ thuật số thúc đẩy giao dịch thanh toán tiện lợi dựa trên ưu thế về công nghệ thanh toán của nó.

Thứ ba, sự phát triển của tiền kỹ thuật số và cách mạng thanh toán hiện đại góp phần không nhỏ trong việc thúc đẩy thương mại điện tử (đặc biệt thương mại điện tử toàn cầu) và phát triển công nghệ tài chính (Fintech). Ngày càng có nhiều bên thứ 3 là tư nhân có sự tiếp cận với công nghệ hiện đại, đặc biệt các công ty khởi nghiệp trong lĩnh vực công nghệ, tham gia ngày một nhiều trong việc cung ứng dịch vụ tiền kỹ thuật số trong các lĩnh vực công nghệ thông tin, tài chính ngân hàng và viễn thông.

Thứ tư, tiền kỹ thuật số có thể giúp tăng cường hiệu quả điều hành tiền tệ. Thí dụ, làm giảm đi các chi phí liên quan<sup>16</sup> đến phát hành và lưu thông rộng rãi tiền giấy pháp định. Đồng thời, ở chừng mực nào đó, giúp việc kiểm soát chính xác khối lượng tiền cung ứng theo thời gian thực. Nếu nền kinh tế chuyển đổi hoàn toàn sang tiền tệ kỹ thuật số của NHTW như vậy, giới hạn thấp hơn bằng 0 về lãi suất danh nghĩa có thể được khắc phục hoàn toàn. NHTW có thể trả lãi suất âm trên các tài khoản, khiến lãi suất chính sách của nó

---

<sup>13</sup>Ví dụ, Bitcoin cung cấp giới hạn số lượng 21 triệu đồng Bitcoin, số lượng các đồng Bitcoin được tạo mới bằng cách đào nhưng không vượt quá mức trần này.

<sup>14</sup>Mặc dù nó có thể hạn chế tình trạng này bằng việc thiết kế các chương trình tiền kỹ thuật số có thể giúp hạn chế thiệt hại.

<sup>15</sup>Xem Phụ lục 3 để tham khảo cơ chế bảo mật của công nghệ chuỗi khối (Blockchain).

<sup>16</sup>Ví dụ như chi phí in ấn, luân chuyển, chống tiền giả, tiêu hủy tiền...

ở mức thấp nhất cần thiết để đạt được kích thích kinh tế cần thiết, ít nhất là về nguyên tắc. Tuy nhiên, tôi nghi ngờ rằng có thể có những rào cản chính trị không thể vượt qua, nếu công chúng buộc phải nắm giữ tiền mặt kỹ thuật số và sau đó buộc phải trả lãi cho nó.

Phân tích ưu điểm của tiền kỹ thuật số cho thấy nền tảng công nghệ đứng phía sau loại tiền này phù hợp, là động lực chính cho sự phát triển của nó. Nền tảng công nghệ này đem lại sự giao dịch thuận lợi, không giới hạn, an toàn và bảo mật cao, thúc đẩy thương mại điện tử phát triển, giảm chi phí quản lý tiền tệ nhà nước. Về nhược điểm, có thể thấy tiền kỹ thuật đang bị hoài nghi bởi tính “bong bóng” giá và vấn đề về việc khó kiểm soát bởi NHTW và chính phủ. Dựa trên các phân tích này, phân tiếp theo tác giả đưa ra các lý do khiến NHTW có thể lựa chọn phát hành tiền điện tử mà bản chất là “phiên bản số của tiền pháp định”, thay vì tiền kỹ thuật số hoặc tiền mã hóa<sup>17</sup>.

### **3. Vấn đề của tiền giấy pháp định (fiat paper currencies) và tiền kỹ thuật số do khu vực tư cung cấp**

Trước hết, cần xem xét các đặc điểm của tiền điện tử để có cơ sở so sánh với tiền pháp định. Có 4 đặc điểm giúp phân biệt tiền điện tử với một số loại tiền tệ khác. Thứ nhất, tiền điện tử phải là tiền pháp định (legal tender)<sup>18</sup>. Thứ hai, tiền điện tử có thể do ngân hàng phát hành hoặc cũng có thể do tổ chức phi ngân hàng phát hành. Do đó, để đảm bảo an toàn cho người sử dụng, các quốc gia luôn có quy định rất chặt chẽ đối với các tổ chức phát hành tiền điện tử. Đối với các ngân hàng, NHTW ban hành các quy định chặt chẽ về bảo đảm an toàn hoạt động, kiểm soát rủi ro, duy trì tỷ lệ dự trữ bắt buộc theo quy định, quy định mua bảo hiểm cho các khoản tiền gửi của khách hàng... Đối với các tổ chức phi ngân hàng, NHTW quy định rất chặt chẽ về việc cấp phép, giám sát thực thi và phải tiến hành ký quỹ tại hệ thống ngân hàng (tương ứng với số tiền phát hành với tỷ lệ quy đổi được nhà nước nhất định). Thứ ba, tiền điện tử được bảo đảm bởi NHTW (hay còn gọi là cơ chế đảm bảo tiền tệ - monetary regimes). Theo đó, các ngân hàng muốn phát hành tiền điện tử cần phải có khối lượng tiền đảm bảo bằng tỷ lệ dự trữ bắt buộc tại NHTW tương

---

<sup>17</sup>Ngân hàng nhân dân Trung Quốc (PBOC) đang có kế hoạch và đã triển khai thí điểm đồng nhân dân tệ kỹ thuật số nhằm thay thế tiền mặt trong giao dịch thanh toán trong tương lai không xa. Đây được xem là phiên bản kỹ thuật số của tiền định danh (tiền tệ được chính phủ của một quốc gia phát hành, quy định và công nhận hợp pháp trong quốc gia đó). PBOC coi đây là cách thúc đẩy thanh toán không dùng tiền mặt và đã tập trung vào tiền kỹ thuật số từ năm 2014. Tuy nhiên, đồng nhân dân tệ kỹ thuật số không giống như Bitcoin - là đồng tiền điện tử phi tập trung; theo đó không có cơ quan nào, như NHTW, kiểm soát nó. Hiện tại đồng nhân dân tệ kỹ thuật số sẽ dựa vào công nghệ nào là một câu hỏi chưa có lời giải đáp.

<sup>18</sup>Theo đó, tiền điện tử có đầy đủ 3 chức năng của tiền là dự trữ (store value), trao đổi (medium of exchange) và hạch toán (unit of account). Đồng thời, tiền điện tử cũng luôn được thể hiện dưới dạng giá trị của tiền pháp định của một quốc gia (thí dụ VND, USD, SGD...). Bên cạnh đó, tiền điện tử cũng được NHTW (NHTW) bảo đảm.



đổi<sup>19</sup>. Thông thường, tỷ lệ này cao hơn mức dự trữ bắt buộc theo luận định Thứ tư, tiền điện tử được lưu giữ dưới hình thức các thiết bị công nghệ số như (i) sản phẩm phần cứng (hardware-based products)<sup>20</sup> và (ii) dữ liệu dựa trên phần mềm (software-based data)<sup>21</sup>.

Tiền giấy pháp định được giao dịch rộng rãi, tuy nhiên không thể tránh khỏi những bất lợi trong việc thực hiện chức năng thanh toán. Mặc dù tiền giấy pháp định thuận tiện<sup>22</sup> và có thể thanh toán tức thì, nó không thể hỗ trợ thanh toán nhanh và từ xa, cũng như không thể áp dụng cho các khoản thanh toán có giá trị cao vì những hạn chế bởi hình thức vật lý của nó. Thanh toán qua tài khoản dự trữ của NHTW chỉ áp dụng cho các khoản thanh toán và quyết toán giữa các tổ chức tài chính. Khắc phục hạn chế này, hệ thống thanh toán nhiều lớp (multi-tiered payment system) do khu vực tư nhân thiết lập, bao gồm thanh toán qua ngân hàng và thanh toán của bên thứ 3 (Third-Party Payments - TPP), đã góp phần vào sự đa dạng của các mô hình thanh toán và mở rộng mạng lưới thanh toán. Các ngân hàng có thể thực hiện thanh toán từ xa bằng thiết bị điện tử và hệ thống Trao đổi Dữ liệu Điện tử (Electronic Data Interchange). TPP cung cấp cho những người tham gia thị trường thanh toán đầu cuối (front-end payment) hoặc thanh toán sau (back-end operation), bằng cách sử dụng công nghệ thông tin hiện đại. Điều này giúp cải thiện khoảng trống trong thanh toán trực tuyến và giúp mở rộng sang các doanh nghiệp bán lẻ ngoại tuyến dựa trên các cải tiến kỹ thuật trong thanh toán di động, chẳng hạn như mã QR, do đó nâng cao hơn nữa hiệu quả thanh toán<sup>23</sup>.

---

<sup>19</sup>Cơ chế kỹ quỹ tại ngân hàng được áp dụng cho tiền điện tử do các tổ chức phi ngân hàng phát hành (với một tỷ lệ kỹ quỹ nhất định).

<sup>20</sup>Ví dụ, thẻ chip, điện thoại thông minh gắn chip.

<sup>21</sup>Ví dụ, ví điện tử Paypal.

<sup>22</sup>Một số lợi ích khác cần phải đề cập đến tiền giấy pháp định như sau. Bất kỳ ai cũng có thể giữ và sử dụng giấy bạc ngân hàng - tức là tiền mặt - một trong những phương thức thanh toán chính được người tiêu dùng sử dụng và người bán chấp nhận rộng rãi. Tất nhiên, tiền giấy pháp định của ngân hàng không chi trả lãi suất. Thêm nữa, các bên liên quan đến giao dịch tiền mặt có thể ẩn danh: không cần bên thứ ba đáng tin cậy lưu giữ hồ sơ về việc chuyển tiền từ bên này sang bên khác. Giao dịch sử dụng giấy bạc ngân hàng cũng là giao dịch cuối cùng và không thể hủy ngang.

<sup>23</sup>Tuy nhiên, nhiều điều khoản về tài khoản thanh toán do các nhà cung cấp TPP mở đã tạo ra một mạng lưới phức tạp với tính minh bạch thấp, khiến các NHTW gặp khó khăn trong việc theo dõi dòng tiền và tiến hành quy định kỹ lưỡng. Bên cạnh đó, những gã khổng lồ Internet đứng sau nắm giữ giấy phép trong nhiều lĩnh vực khác nhau thị trường, từ ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm tín dụng, thanh toán và quản lý tài sản. Từ đây, một vấn đề cần thảo luận, liệu họ có công bằng xã hội khi những gã khổng lồ Internet ngày càng giàu khi họ làm ăn tốt và “Quá lớn để thất bại” khi họ gặp khó khăn. Đây sẽ là một thách thức lớn đối với NHTW để tìm ra cách điều chỉnh các tổ chức lớn ngày càng độc quyền trong các công nghệ trên nền tảng Internet và đồng thời tránh những vấn đề về đạo đức do vấn đề ‘Quá lớn để thất bại’.

#### 4. Phân tích các lợi ích của đồng tiền số do NHTW phát hành

NHTW thường phát hành 2 loại nợ: giấy bạc ngân hàng vật lý và tiền gửi NHTW điện tử, còn được gọi là dự trữ hoặc số dư thanh toán. Trái ngược với giấy bạc ngân hàng, quyền truy cập vào dự trữ NHTW thường bị giới hạn ở các tổ chức tài chính đủ điều kiện hoạt động trong hệ thống thanh toán giá trị lớn<sup>24</sup>. Các khoản chuyển tiền này tương ứng với gần như tất cả giao dịch không dùng tiền mặt trong nền kinh tế. Và vì các khoản chuyển khoản điện tử này nằm trong các khoản nợ của NHTW thông qua các tài khoản trên sổ cái của NHTW, chúng hầu như không có rủi ro và không thể thu hồi. Theo đó, tương lai của nền kinh tế “không tiền mặt” đang dần định hình rõ ràng<sup>25</sup>. Một số lợi ích khi NHTW sử dụng tiền điện tử do chính mình phát hành như sau.

Thứ nhất, đảm bảo và đáp ứng nhu cầu thanh toán không dùng tiền mặt cho công chúng<sup>26</sup>. Thứ hai, có thể điều hành chính sách dưới mức lãi suất tối thiểu hiện tại và hỗ trợ chính sách tiền tệ theo cách linh hoạt hơn. Điều gì sẽ xảy ra nếu NHTW muốn giảm giới hạn dưới có hiệu lực đối với lãi suất? Vì giấy bạc ngân hàng có thể được giữ như giải pháp thay thế cho các công cụ tài chính chịu lãi suất, người gửi tiền và nhà đầu tư có nhiều cách để tránh các công cụ có lãi suất âm - cuối cùng bằng cách giữ tiền mặt<sup>27</sup> (McAndrews, 2015; Witmer & Yang, 2015). Để kích cầu nền kinh tế thông qua việc các ngân hàng cho vay ra ngoài công chúng, lãi suất âm do NHTW áp lên các công cụ tài chính chịu lãi suất có thể khiến các ngân hàng mất tiền nếu duy trì dự trữ các công cụ này. Do đó, cá nhân và tổ chức cần vốn phục vụ cho kinh doanh sẽ có cơ hội được vay vốn mà không phải chịu lãi suất cao. Điều này một lần nữa cho thấy tác dụng của việc chuyển đổi từ tiền mặt sang các công cụ chịu lãi suất dưới dạng tiền điện tử.

Thứ ba, giảm rủi ro tổng thể và tăng cường sự ổn định tài chính. Các ngân hàng nhận tiền gửi tiết kiệm từ công chúng thể hiện trách nhiệm hoàn trả khoản vốn này dựa trên giấy xác nhận tiền gửi tiết kiệm. Nguồn vốn này là kho lưu trữ giá trị và là “phương tiện thanh toán” của ngân hàng cho các tác nhân kinh tế cần vốn vay để tài trợ cho hoạt động

---

<sup>24</sup>Ví dụ: ở Canada, chỉ các thành viên của Payments Canada đáp ứng các yêu cầu kỹ thuật nhất định (liên quan đến khả năng xử lý các khoản thanh toán có giá trị lớn) mới đủ điều kiện để có tài khoản tại Ngân hàng Canada. Các tài khoản này được duy trì trên sổ sách của NHTW và các giao dịch ảnh hưởng đến số dư dự trữ qua các tài khoản này được sử dụng để giải quyết các khiếu nại giữa những người tham gia.

<sup>25</sup>Việc sử dụng giấy bạc ngân hàng so với các phương thức thanh toán khác ở Canada đã giảm liên tục trong 25 năm qua và các xu hướng tương tự cũng hiển nhiên ở các quốc gia khác (Engert & Fung, 2017).

<sup>26</sup>Xem Phụ lục 4 một số ví dụ của quốc gia không ưu tiên sử dụng tiền mặt trong giao dịch và thanh toán.

<sup>27</sup>Việc giữ một lượng lớn tiền mặt sẽ tạo ra chi phí liên quan đến việc lưu trữ tiền mặt vật chất và thanh toán lớn, đồng thời tạo ra rủi ro bảo mật dẫn đến chi phí bảo quản an toàn dưới dạng phí kho tiền và bảo hiểm.

của họ. Tuy nhiên, khi xảy ra khủng hoảng, “dòng tiền bên trong” này có thể bị co lại và ứ đọng bên trong ngân hàng (có thể do người đi vay không thể vay thêm được nợ), điều này có thể gây ra bất ổn cho nền kinh tế. Do đó, chính phủ và NHTW sẽ phải tăng cường thiết chế quản lý và các quy định để bảo đảm an toàn hệ thống. Nếu các cá nhân, doanh nghiệp và ngân hàng dựa vào CBDC, việc quản lý và giao dịch có nhiều thuận lợi hơn, từ đó rủi ro tổng thể sẽ giảm bớt.

Thứ tư, tăng khả năng cạnh tranh trong thanh toán theo các cách sau: (i) CBDC có thể cung cấp một giải pháp thay thế cho giấy bạc ngân hàng, séc, thẻ ghi nợ và thẻ tín dụng, chuyển khoản trực tuyến... Vì vậy, CBDC có thể cung cấp khả năng cạnh tranh hơn trong thanh toán bán lẻ. (ii) CBDC cũng có thể được sử dụng cho các khoản thanh toán có giá trị lớn giữa các ngân hàng và doanh nghiệp, và do đó cũng có thể tạo ra tính cạnh tranh cao hơn trong các khoản thanh toán có giá trị lớn. (iii) CBDC cũng có thể tạo điều kiện thuận lợi cho việc tiếp cận bảng cân đối kế toán của NHTW cho nhiều tổ chức tài chính hoặc thậm chí phi ngân hàng, do đó giúp các công ty này tham gia ngành thanh toán dễ dàng hơn, thúc đẩy khả năng cạnh tranh.

CBDC đem lại những lợi ích không hề nhỏ như đáp ứng nhu cầu chuyển đổi một xã hội không sử dụng tiền mặt, giảm rủi ro tổng thể, tăng cường sự ổn định tài chính, kiểm soát giới hạn dưới của lãi suất và tăng khả năng cạnh tranh trong thanh toán. Phần tiếp theo, bài tham luận đưa ra các phân tích CBDC trong bối cảnh của chính sách tiền tệ quốc gia để thấy được những yếu kém trong chính sách tiền tệ truyền thống được xử lý thế nào khi CBDC được chấp nhận và sử dụng rộng rãi.

## **5. Phân tích chính sách tiền tệ trong thế giới CBDC chấp nhận sử dụng rộng rãi**

Hệ thống tiền tệ truyền thống có đối diện với một số thách thức có liên quan đến khả năng truy xuất nguồn gốc yếu (weak traceability), tính đồng nhất (homogeneity) và tính thời điểm thực (real-momentness) khiến cho truyền dẫn chính sách tiền tệ trở nên thiếu hiệu quả.

Khả năng truy xuất nguồn gốc yếu có nghĩa các NHTW khó theo dõi và giám sát tiền được luân chuyển như thế nào. Khi thực hiện chính sách tiền tệ, NHTW chỉ có ý tưởng sơ bộ về tác động kinh tế dự kiến, tuy nhiên khó có thể có bằng chứng xác thực liệu tiền chảy vào thị trường tài sản, chảy vào nền kinh tế thực, hay chảy vào lĩnh vực tài chính. Khi có thông tin phản hồi từ thị trường và nền kinh tế, phản ứng sau đó đưa ra của NHTW thường chậm trễ và có tác động hạn chế.

Tính đồng nhất có nghĩa biến số duy nhất của tiền giấy là mệnh giá (denomination). Do đó, chính sách tiền tệ truyền thống chỉ có thể điều chỉnh tổng thể và thay đổi mối quan hệ giữa “khối lượng” và “giá” của tổng đơn vị tiền tệ ở cấp vĩ mô, để ảnh hưởng đến khả

năng tiếp cận và chi phí tiền cho khu vực tư nhân. Trong trường hợp này, rất khó để NHTW thực hiện mục tiêu liên quan đến cung tiền.

Tính thời điểm thực có nghĩa là các giao dịch và thanh toán bằng tiền pháp định vào ngay thời điểm thực tế hiện tại. Do đó, NHTW chỉ có thể thực hiện quyền kiểm soát đối với tiền tệ theo thời gian thực và tại thời điểm hiện tại. NHTW khó để quyết định thời điểm hiện tại tiền có chảy vào nền kinh tế thực để đạt được các mục tiêu chính sách dự kiến hay không<sup>28</sup>. Do đó, có thể quyết định của NHTW là tối ưu tại thời điểm hiện tại, nhưng không phải là quyết định tốt nhất do độ trễ về thời gian.

Các nghiên cứu cho thấy tiền tệ số giúp thực thi chính sách tiền tệ hiệu quả hơn. Stiglitz (2017) nghiên cứu vấn đề quản trị kinh tế vĩ mô trong hệ thống tiền điện tử của NHTW. Để giải quyết những hạn chế của chính sách tiền tệ trong tình hình hiện tại, tác giả đề xuất một cơ chế đấu giá tín dụng (credit auction mechanism), có thể cho phép các NHTW có tác động trực tiếp đến hành vi cho vay của các NHTM<sup>29</sup>. Nghiên cứu này cho rằng CBDC sẽ cung cấp các chức năng hoàn toàn mới cho tiền định danh vì CBDC có thể theo dõi và lập trình được. Việc truy xuất nguồn gốc của CBDC cho phép các NHTW dễ theo dõi và giám sát cách CBDC lưu thông sau khi phát hành.

Dựa trên các đặc điểm phòng ngừa (forward contingencies), CBDC sẽ góp phần giải quyết các thách thức<sup>30</sup> của các chính sách tiền tệ truyền thống, chẳng hạn sự kém hiệu quả trong việc truyền tải chính sách<sup>31</sup>, khó khăn trong kiểm soát theo chu kỳ<sup>32</sup>, khó kiểm

---

<sup>28</sup>Điều này sẽ dẫn đến khó khăn hoặc thất bại trong việc truyền tải chính sách tiền tệ, dẫn đến các tình huống mà lãi suất chính sách không thể ảnh hưởng đến lãi suất cho vay hoặc tiền chảy vào thị trường tài sản hơn là doanh nghiệp.

<sup>29</sup>Ví dụ như, hạn chế quy mô khoản vay hoặc việc sử dụng tiền, để ràng buộc các hành động của các NHTM và thúc đẩy dòng tiền chảy vào nền kinh tế thực.

<sup>30</sup>Các thách thức một phần đến từ thực tế, công tác quản lý tài sản đang phát triển, khoản mục ngoại bảng, liên ngân hàng và các tổ chức tín dụng bóng tối (shadow-banking) khác đã làm cho mục tiêu trung gian của cung tiền khó đo lường hơn, ít kiểm soát hơn và ít liên quan đến điều kiện kinh tế.

<sup>31</sup>Ví dụ, ở một mức độ nào đó, lãi suất cho vay của Trung Quốc được dẫn dắt bởi thị trường tín dụng hơn là được xác định bởi lãi suất chính sách của NHTW (Qian, 2019). Thêm nữa, việc định giá nợ (repricing of bank loan) cần chu kỳ thời gian lớn hơn, dẫn tới phản ứng trễ đối với sự điều chỉnh lãi suất. Chu kỳ định giá lại dài hơn khiến cho hiệu quả truyền dẫn của chính sách tiền tệ yếu đi.

<sup>32</sup>Sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, Hoa Kỳ đã thực hiện nói lỏng định lượng và hệ quả là, quỹ Dự trữ Liên bang có một bảng cân đối kế toán với quy mô lớn hơn 3,5 lần so với trước đây. Tuy nhiên, các ngân hàng bị tâm lý hoảng loạn và trở nên rất nhạy cảm với rủi ro, nên động thái nói lỏng định lượng tiền tệ không mang lại hiệu quả như mong đợi (được cho là sẽ mở rộng tín dụng và thúc đẩy tiêu dùng, đầu tư và chi tiêu vốn).

soát dòng tiền từ nền kinh tế thực sang nền kinh tế ảo<sup>33</sup> và truyền thông chính sách không đầy đủ<sup>34</sup>. Thứ nhất, phòng ngừa về thời gian (time contingency) làm giảm độ trễ về thời gian trong quá trình truyền tải chính sách tiền tệ và ngăn chặn tiền lưu thông ra ngoài nền kinh tế thực. Thứ hai, phòng ngừa về khu vực (sector contingency) làm cung tiền chính xác và khả năng đạt mục tiêu kỳ vọng cao hơn, hỗ trợ việc thực hiện chính sách tiền tệ cơ cấu, ngăn chặn tiền từ ở bên ngoài nền kinh tế thực quá lâu và làm khu vực tài chính tốt hơn phục vụ nền kinh tế thực. Thứ ba, phòng ngừa về lãi suất cho vay (loan rate contingency) làm việc truyền dẫn của lãi suất chính sách đối với khoản vay hiệu quả và tức thời hơn. Thứ tư, phòng ngừa về chính sách kinh tế (economic state contingency) tạo ra cơ sở vĩ mô cho việc điều chỉnh theo chu kỳ đối với lãi suất tiền tệ NHTM vay mượn từ NHTW và tạo thuận lợi cho việc thực thi các chính sách phản chu kỳ kinh tế.

CBDC giải quyết thách thức của chính sách tiền tệ truyền thống thông qua 4 thiết chế phòng ngừa (thời gian, lĩnh vực, lãi suất cho vay và chính sách kinh tế), do đó trong phần tiếp theo bài tham luận trình bày đề xuất thiết kế của Qian (2019) để tạo lập đồng tiền số của NHTW giúp khắc phục các hạn chế của chính sách tiền tệ truyền thống.

## 6. Thiết kế CBDC để mang lại lợi ích cho nền kinh tế

Khi CBDC được phát hành<sup>35</sup>, NHTW đã thiết lập các khía cạnh khác nhau của phòng ngừa (contingencies), bao gồm phòng ngừa về thời gian, khu vực và lãi suất cho vay, và phòng ngừa về chính sách kinh tế. Các thiết chế phòng ngừa này được đặt tại thời điểm phát hành tiền tệ nhưng có hiệu lực sau khi tiền được cung cấp<sup>36</sup>. Sau khi thiết lập các thiết chế phòng ngừa kể trên, NHTW sẽ phát hành CBDC cho NHTM thông qua cơ chế đấu giá tín dụng<sup>37</sup>. Theo đó, hệ thống CBDC sẽ lập trình và lưu trữ các thông tin như các thiết chế phòng ngừa do NHTW quy định, lãi suất chính sách được xác định khi đấu giá, và chênh lệch giữa lãi suất cho vay thương mại và lãi suất chính sách.

Giả sử rằng, sau khi CBDC được phát hành, một NHTM cho vay tiền tại thời điểm  $t_1$ . Ngân hàng cung cấp thông tin về khoản vay cho hệ thống CBDC để yêu cầu kích hoạt

---

<sup>33</sup>Stiglitz (2017) lập luận rằng chỉ một phần rất nhỏ (3–15%) tín dụng ngân hàng của Hoa Kỳ chảy vào nền kinh tế thực và phần lớn đi vào thị trường tài sản, điều này có thể gây nên bong bóng giá tài sản.

<sup>34</sup>Ví dụ, kể từ năm 1994, khi NHTW Trung Quốc bắt đầu công bố dữ liệu về cung tiền, việc công bố về các mục tiêu chính sách tiền tệ, quá trình ra quyết định và thông tin liên quan đã được thực hiện liên tục. Chính sách tiền tệ minh bạch hơn. Nhưng truyền thông về chính sách tiền tệ đã không vẫn được đưa vào khuôn khổ thực thi chính sách tiền tệ như một công cụ chính thức

<sup>35</sup>Xem Phụ lục 5 về dòng chảy thiết kế CBDC có cân nhắc đến các đặc điểm phòng ngừa (contingencies).

<sup>36</sup>Đây là khái niệm Forward contingencies (tạm dịch: phòng ngừa kỳ hạn).

<sup>37</sup>Theo phương thức đấu giá tín dụng trong nghiên cứu của Stiglitz (2017).

CBDC. Dựa trên thông tin cho vay được cung cấp, hệ thống CBDC sẽ xác định xem khoản vay có đáp ứng được các thiết chế phòng ngừa về thời gian, khu vực và lãi suất cho vay hay không (như các khoản dự phòng đã được NHTW đặt trước dựa trên các mục tiêu chính sách của nó). Nếu các trường hợp dự phòng được đáp ứng, CBDC sẽ được kích hoạt; nếu không, nó sẽ không được kích hoạt<sup>38</sup>. Dựa trên theo thiết kế như vậy, NHTW có thể kiểm soát lưu thông CBDC sau khi phát hành. Điều này thiết kế CBDC này sẽ không chỉ rút ngắn độ trễ thời gian truyền tải chính sách, còn cho phép cung tiền có mục tiêu. Các thiết chế phòng ngừa cho việc kích hoạt CBDC được thiết kế như sau:

- (1) Phòng ngừa về thời gian: CBDC sẽ được kích hoạt khi một khoản vay được phát hành, nếu không thì không được kích hoạt. NHTW cũng có thể đặt trước thời gian kích hoạt khi phát hành CBDC, thí dụ nếu trễ hơn thời gian  $t_1$  khoản vay sẽ không được kích hoạt, để thúc đẩy NHTM phát hành tín dụng trước thời điểm  $t_1$ . Thời gian phòng ngừa này có thể giúp giảm thiểu sự chậm trễ trong việc truyền tải chính sách và ngăn chặn tiền từ lưu thông ra ngoài nền kinh tế thực.
- (2) Phòng ngừa theo khu vực: CBDC sẽ được kích hoạt khi nó được cho vay theo yêu cầu của NHTW, nếu không thì không được kích hoạt. Thí dụ, CBDC được kích hoạt nếu nó không chảy vào thị trường tài sản. Phòng ngừa theo khu vực sẽ giúp NHTW cung tiền có mục tiêu, cho phép kiểm soát có hệ thống, ngăn chặn tiền chảy ra bên ngoài nền kinh tế thực và thúc đẩy tiền chảy từ khu vực kinh tế ảo sang khu vực thực.
- (3) Phòng ngừa về lãi suất cho vay: Khi phát hành CBDC, lãi suất cho vay do các NHTM cung cấp cho các doanh nghiệp phải bằng mức lãi suất chính sách tiêu chuẩn tại thời điểm  $t_1$  thêm chênh lệch điểm chuẩn được xác định bởi biên đầu giá tại thời gian  $t_0$ . CBDC sẽ được kích hoạt khi lãi suất thực tế do ngân hàng cung cấp phù hợp với công thức trên; nếu không, CBDC sẽ không được kích hoạt. Phòng ngừa về lãi suất cho vay sẽ cho phép lãi suất chính sách có ảnh hưởng theo thời gian thực đến lãi suất cho vay.

## 7. Kết luận

Do hạn chế của tiền pháp định và tiền kỹ thuật số trong giao dịch, thanh toán và thực thi chính sách tiền tệ, đồng tiền số do NHTW đang được nghiên cứu và triển khai ở một số quốc gia phát triển trong xu thế cách mạng công nghệ hướng tới một xã hội không tiền mặt. Đây là chủ đề mới và chưa có nhiều thảo luận để làm rõ các khái niệm chính xác

---

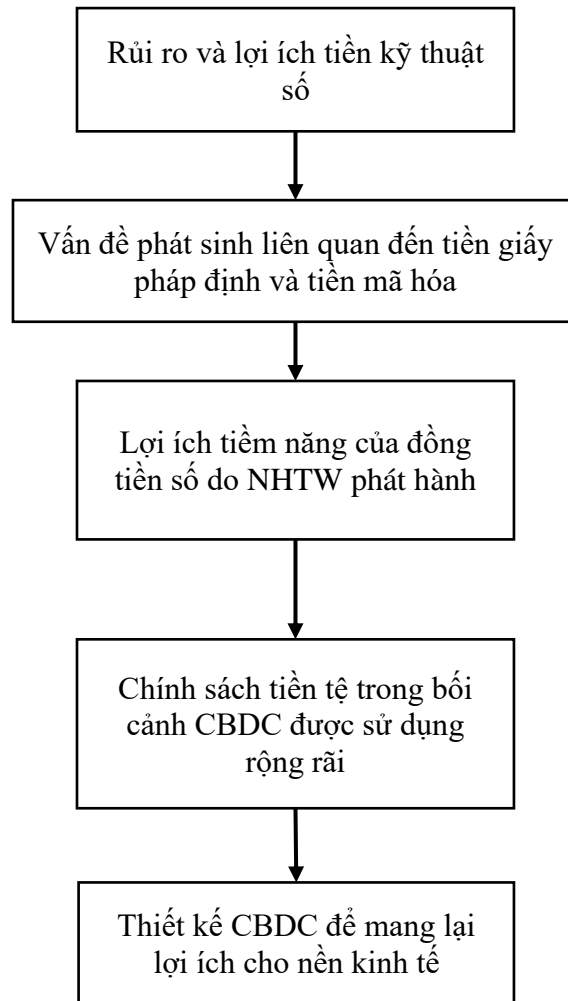
<sup>38</sup>Nói cách khác, CBDC có thể có hoặc có thể không có hiệu lực ngay tại thời điểm phát hành. Nó sẽ chỉ được kích hoạt khi các khoản dự phòng do NHTW đặt trước được đáp ứng.

liên quan đến các loại tiền trong nền kinh tế, sự thay đổi dự kiến của chính sách tiền tệ khi đồng tiền số của NHTW ra đời và cách thiết kế đồng tiền số này để đem lại lợi ích cho nền kinh tế. Những vấn đề cấp thiết trên được thảo luận trong bài tham luận này, từ đó giúp các nhà điều hành chính sách và các học giả nghiên cứu nhận thức được vai trò ngày càng quan trọng của đồng tiền số và ảnh hưởng của nó đến chính sách tiền tệ hiện tại của các NHTW.

### **Tài liệu tham khảo**

- Alfonso, V., Boar, C., Frost, J., Gambacorta, L., & Liu, J. (2021). E-commerce in the pandemic and beyond. *BIS Bulletin*, 36.
- Badev, A. I., & Chen, M. (2014). Bitcoin: Technical background and data analysis.
- Bech, M. L., & Hancock, J. (2020). Innovations in payments. *BIS Quarterly Review*, March.
- Caselli, F. (1999). Technological revolutions. *American economic review*, 89(1), 78-102.
- Engert, W., & Fung, B. S.-C. (2017). Central bank digital currency: Motivations and implications. Retrieved from Bank of Canada Staff Discussion Paper:
- Freedman. (2000). Monetary policy implementation: past, present and future—will electronic money lead to the eventual demise of central banking? *International Finance*, 3(2), 211-227.
- Fung, B., Huynh, K., & Sabetti, L. (2012). The impact of retail payment innovations on cash usage. Retrieved from Bank of Canada:
- Goldfarb, A., & Tucker, C. (2019). Digital economics. *Journal of Economic Literature*, 57(1), 3-43.
- McAndrews, J. (2015). Negative nominal central bank policy rates: where is the lower bound? Retrieved from Federal Reserve Bank of New York:
- Nelson, B. (2018). Financial stability and monetary policy issues associated with digital currencies. *Journal of Economics and Business*, 100, 76-78.
- Qian, Y. (2019). Central Bank Digital Currency: optimization of the currency system and its issuance design. *China economic journal*, 12(1), 1-15.
- Shiller, R. J. (2000). *Irrational Exuberance*, Princeton Univ. In: Press.
- Stiglitz, J. E. (2017). Macro-economic management in an electronic credit/financial system. Retrieved from National Bureau of Economic Research:
- Witmer, J., & Yang, J. (2015). Estimating Canada's effective lower bound. Retrieved from Bank of Canada:

**Phụ lục 1: Dòng chảy các vấn đề nghiên cứu chính trong bài tham luận**





## Phụ lục 2: Phân loại và định nghĩa các đồng tiền điện tử hiện nay

Tiền điện tử (digital currency) được định nghĩa phạm vi tương đối rộng. Cách định nghĩa phổ biến do NHTW Châu Âu (ECB) đưa ra là tiền điện tử là khối lượng tiền tệ có giá trị được lưu trữ trên các công cụ điện tử nhằm mục đích sử dụng trong thanh toán đối với các tác nhân kinh tế khác không giữ vai trò là nhà phát hành<sup>39</sup>.

Cũng theo ECB, tiền ảo (virtual currency) được định nghĩa là đồng tiền kỹ thuật số được khai sinh, kiểm soát và phát triển từ các nhà sáng lập phần mềm (developers); đồng tiền này được chấp nhận giao dịch của một cộng đồng ảo nào đó<sup>40</sup>. Tiền ảo không phải là tiền pháp định do đó nó bị hạn chế khả năng chuyển đổi sang tiền pháp định và không được bảo đảm bởi NHTW<sup>41</sup>. Theo đó, tiền ảo có nhiều đặc trưng của một loại hàng hóa dùng để trao đổi hơn là một đồng tiền được chấp nhận rộng rãi trong giao dịch.

Hiện nay, xuất hiện thêm loại tiền ảo có khả năng quy đổi (convertible virtual currency) sang đồng tiền được chấp nhận trong giao dịch; tuy nhiên trách nhiệm kiểm soát vẫn thuộc về tổ chức phát hành và phạm vi hoạt động giới hạn trong một cộng đồng như trên.

Tiền kỹ thuật số hay tiền mã hóa (cryptocurrency), như Bitcoin và Ethereum... phát triển dựa trên mật mã toán học phức tạp và được mua bán trao đổi dựa trên môi trường số hóa và chưa bị giám sát bởi bất cứ đối tượng công - tư nào. Do đó, bản chất của tiền kỹ thuật số là tiền ảo nhưng đang dần được chuyển đổi thành tiền pháp định và sử dụng trong giao dịch. Tuy nhiên, khả năng tích trữ giá trị thấp do biến động mạnh và có hiện tượng bong bóng; đây cũng là nguyên nhân cơ bản khiến các NHTW các nước chưa công nhận tiền kỹ thuật số có vị thế tương đương tiền pháp định<sup>42</sup>. Trong thực tế, tiền mã hóa đang được phát triển và hoàn thiện các ưu điểm vượt trội<sup>43</sup> về công nghệ chuỗi khối (Blockchain) hơn là đồng tiền được giao dịch phổ biến trong nền kinh tế<sup>44</sup>.

---

<sup>39</sup>Ngoài ra còn một định nghĩa khác của Ngân hàng Thanh toán quốc tế (BIS). Theo đó, tiền điện tử là giá trị tiền tệ hoặc giá trị khả dụng của khách hàng được lưu trữ trên công cụ điện tử thuộc sở hữu của khách hàng. Định nghĩa có thể tạo ra sự nhầm lẫn về bản chất của tiền điện tử và gây trở ngại trong việc phân biệt với tiền mã hóa, tiền ảo và tiền trên thiết bị di động (mobile money).

<sup>40</sup>Phạm vi hoạt động của tiền ảo thường bị giới hạn trong phạm vi một cộng đồng vì mục đích riêng nào đó (ví dụ, giao dịch trò chơi điện tử).

<sup>41</sup>Tiền ảo được phát hành bởi các tổ chức không chịu sự kiểm soát và quản lý chặt chẽ của NHTW.

<sup>42</sup>Khi NHTW vẫn chưa công nhận, đồng tiền mã hóa sẽ không được đảm bảo trong giao dịch thanh toán và chưa có năng lực quy đổi ở phạm vi rộng lớn như tiền điện tử.

<sup>43</sup>Chi phí giao dịch thấp, mức độ bảo mật và an ninh tương đối chặt chẽ, tiện lợi, giao dịch và trao đổi nhanh chóng...

<sup>44</sup>Ví dụ đồng Libra (trong dự án giao dịch qua đồng tiền trung gian do Facebook phát hành).

### **Phụ lục 3: Các tầng bảo mật của công nghệ chuỗi khối (Blockchain)<sup>45</sup>**

Tầng bảo vệ đầu tiên thông qua nhận biết số hiệu ban đầu của khối. Theo đó, số hiệu của khối phải được biết thì mới có thể thay đổi khối thông qua việc giao dịch và trao đổi; các khối mới thông qua việc đào sẽ được tạo mới. Nếu các khối sau không tương thích và phù hợp với quy luật này, nó sẽ bị vô hiệu hóa.

Tầng bảo vệ thứ hai thông qua các bằng chứng đóng góp trong công việc. Nếu có một khối được tạo ra do đào mới, hệ thống sẽ phát hiện và thông báo cho toàn bộ đối tượng sử dụng hệ thống được biết thông tin của chủ nhân khối này. Nếu có sự xâm nhập, thông tin không phải người dùng khối cũ sẽ được thông báo và được toàn bộ người dùng trong hệ thống đều biết được và tiến hành các biện pháp bảo vệ kịp thời.

Tầng bảo vệ thứ ba được vận hành theo hình thức biểu quyết đa số. Khi một khối được tạo mới, toàn bộ người dùng đều biết thông tin về chủ nhân khối mới này; người xâm nhập trái phép vào khối cũng không thể làm được gì vì toàn bộ người dùng đều biết khối cũ là do chủ nhân cũ tạo ra và là khối chính xác duy nhất. Như vậy, muốn phá vỡ khối và xâm nhập thành công, người dùng trái phép phải bẻ gãy ba tầng bảo vệ cùng 1 thời điểm<sup>46</sup> trước khi các khối mới được tạo ra trong hệ thống.

Từ những tầng bảo mật chặt chẽ này có thể thấy tiền mã hóa dựa trên công nghệ chuỗi khối đảm bảo an toàn, không thể tùy ý thay đổi hay chỉnh sửa, hạn chế các hành vi xâm phạm trái phép; từ đó, tạo nên giá trị ngày càng cao cho các đồng tiền này trong giao dịch, thanh toán và trao đổi.

### **Phụ lục 4: Một số quốc gia dần chuyển đổi sang giao dịch không tiền mặt**

Một số quốc gia đã và đang thực hiện các động thái để loại bỏ dần tiền mặt, với sự thúc đẩy đến từ cả người tiêu dùng và các cơ quan chính phủ. Thụy Điển và Ấn Độ là hai ví dụ đáng chú ý, với hai kết quả khác nhau.

#### *Thụy Điển*

Không có gì lạ khi nhìn thấy các biển hiệu “Không nhận tiền mặt” trong các cửa hàng ở Thụy Điển. Theo Hội đồng Thanh toán Châu Âu (European Payments Council), các giao dịch tiền mặt chỉ chiếm 1% GDP của Thụy Điển vào năm 2019 và việc rút tiền mặt đã giảm đều đặn khoảng 10% một năm<sup>47</sup>. Phần lớn người tiêu dùng hài lòng với sự chuyển

<sup>45</sup>Dựa trên công nghệ sổ cái phân tán – Distributed Ledger Technologies.

<sup>46</sup> Ví dụ công nghệ chuỗi khối của Bitcoin, công việc này cần phải được hoàn thành trong thời gian dưới 10 phút. Điều này gần như không thể xảy ra.

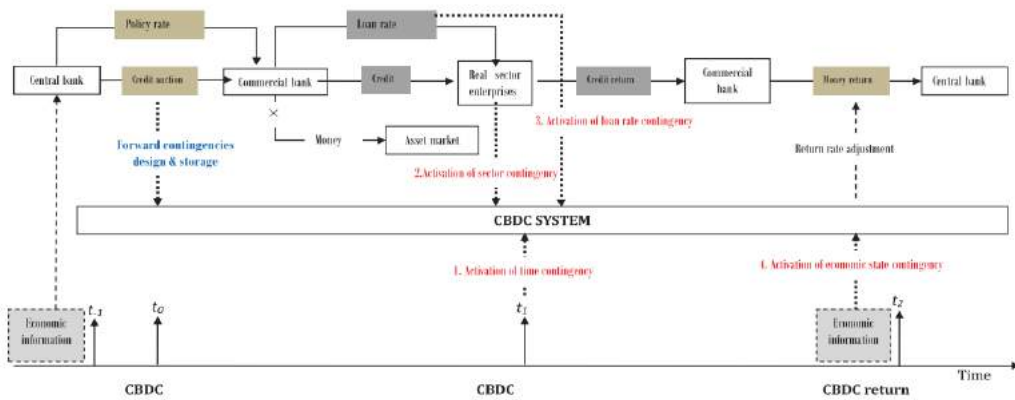
<sup>47</sup><https://www.europeanpaymentscouncil.eu/news-insights/insight/sweden-cashless-society-and-digital-transformation>

đổi này, nhưng những người phản đối lại phê phán sự phát triển của công nghệ tiền số và họ tiếp tục dựa vào tiền mặt để giao dịch thanh toán.

### Ấn Độ

Chính phủ Ấn Độ đã cấm các tờ tiền mệnh giá 500 và 1.000 rupee vào tháng 11 năm 2016, trong nỗ lực kiểm soát các hành vi tội phạm và những người làm việc trong nền kinh tế phi chính thức<sup>48</sup> vì tiền giấy lưu hành tự do khiến chính phủ không thể kiểm soát các hành vi phạm pháp hoặc tội phạm ngầm. Các ngân hàng cạn kiệt tiền mặt sau lệnh cấm đối với tờ 500 (7 USD) và 1.000 rupee, chiếm khoảng 85% lượng tiền đang lưu thông. Hành động của chính phủ gây nên nhiều tranh cãi, một phần vì khoảng 99% số tiền giấy đó cuối cùng đã được gửi vào hệ thống ngân hàng<sup>49</sup>.

### Phụ lục 5: Thiết kế phát hành CBDC



Nguồn: Mô hình từ nghiên cứu của tác giả Qian (2019)

<sup>48</sup><https://www.bbc.com/news/business-37906742>

<sup>49</sup><https://www.bbc.com/news/world-asia-india-41100613>

# 9.

## TIỀN MẬT MÃ: CƠ HỘI VÀ THÁCH THỨC ĐỐI VỚI VIỆC ĐỔI MỚI HỆ THỐNG TIỀN TỆ TRUYỀN THỐNG

Trương Trung Tài \*

Nguyễn Triều Đông\*

### Tóm tắt

Sự phát triển mạnh mẽ của tiền mật mã kể từ sau khi đồng tiền bitcoin ra đời năm 2009 đã làm dấy lên làn sóng tranh luận trong xã hội về khả năng thay thế tiền tệ chính thống của tiền mật mã. Bên cạnh tính ưu việt về công nghệ mà tiền mật mã đang có thì bản thân hình thái mới của tiền tệ này cũng có nhiều hạn chế và thách thức cần phải vượt qua. Bài nghiên cứu này được tác giả thực hiện nhằm trình bày về các đặc tính ưu việt của tiền mật mã, mối tương quan với tiền tệ truyền thống và các thách thức mà tiền mật mã đặt ra đối với hệ thống tài chính hiện hữu để từ đó những nhà làm chính sách có thêm thông tin tham khảo khi đề ra các chính sách ứng xử với tiền mật mã trong tương lai.

**Từ khoá:** Tiền mật mã, hệ thống tài chính, chính sách tiền tệ.

### 1. Giới thiệu

Tiền mật mã (crypto-currency) được sinh ra và quản lý bởi hệ thống máy tính phi tập trung (decentralized system) với các thuật toán tự động trong nền tảng chuỗi khối (blockchain). Theo Satoshi (2008) thì tiền mật mã có rất nhiều ưu điểm vượt trội như: (1) Tính an toàn: nếu số lượng máy tính hoạt động trong mạng lưới (node) đủ lớn thì khả năng bị tấn công bởi một kẻ tấn công mạng (hacker) gần như rất khó xảy ra, người tấn công phải chiếm quyền kiểm soát gần như 50% số lượng máy tính trong hệ thống mới có thể điều chỉnh thông tin dữ liệu tiền mật mã; (2) Tính ẩn danh: thông tin cá nhân của một người được mật mã hóa giúp quyền riêng tư được đảm bảo khi tham gia hệ thống; (3) Tính tiết kiệm: trung gian thanh toán (như ngân hàng) được giảm thiểu khiến chi phí trung gian thanh toán không còn là vấn đề trong hệ thống tiền mật mã, thậm chí các hợp đồng

---

\* Trường Đại Học Kinh Tế TP. HCM | Email liên hệ: [trungtai@ueh.edu.vn](mailto:trungtai@ueh.edu.vn)

truyền thông như L/C (hợp đồng tín dụng giao vận) có thể được thay thế bởi hợp đồng thông minh (Smart contract); (4) Tính nhanh chóng: với sự cải tiến về tốc độ internet trên toàn cầu thì tốc độ thanh toán trong nền kinh tế sẽ tăng lên gấp nhiều lần; (5) Tính năng chống lạm phát tự động: hệ thống tiền mật mã được điều tiết một cách tự động trong hệ thống để tránh việc sinh ra quá mức cần thiết khiến cho tỷ lệ lạm phát tăng lên không mong muốn mà không cần có một trung tâm điều phối như ngân hàng trung ương.

Với rất nhiều tính năng nổi trội như vậy, trong những năm gần đây chúng ta đã thấy tiền mật mã phát triển một cách nhanh chóng và liên tiếp có rất nhiều loại tiền mật mã mới ra đời. Một trong những loại hình tiền mật mã thành công nhất và được chấp nhận thanh toán nhiều nhất hiện nay là Bitcoin. Mặc dù cũng còn nhiều khuyết điểm khi triển khai trong thực tế nhưng tiền mật mã Bitcoin - được phát minh bởi tác giả ẩn danh Satoshi - đã gây ra cơn địa chấn toàn cầu và làm dấy lên một cuộc cách mạng trong lĩnh vực tiền tệ. Điển hình trong cuộc cách mạng tiền tệ này là Cộng hòa Quần đảo Marshall – một nước có chủ quyền và là thành viên Liên Hiệp Quốc, ngày 22/5/2018 đã thông qua luật công nhận tiền mật mã là tiền pháp định quốc gia, đồng tiền này trên thị trường có mã là SOV.

Như vậy, tiền mật mã có thể là hình thái tiếp theo của tiền tệ (sau tiền giấy) trong thời đại mới. Điều này khiến rất nhiều Chính phủ lúng túng vì không theo kịp sự thay đổi nhanh chóng của nền kinh tế toàn cầu, họ không thể hoàn toàn phủ nhận sự tồn tại và lưu hành nhưng cũng không thể ngay lập tức chấp nhận tiền mật mã vì thiếu đi các cơ sở pháp lý cũng như quyền lực chi phối cung tiền trong nền kinh tế. Tuy nhiên, có một điều dễ nhận thấy là các quốc gia bắt đầu xây dựng một chính sách tiền tệ thời kỳ mới nhằm thích ứng với sự tồn tại của tiền mật mã, thậm chí có một làn sóng các quốc gia bắt đầu tự xây dựng tiền mật mã trở thành tiền pháp định. (Fernández-Villaverde et al., 2020)

Trước xu thế của thời đại, Việt Nam không thể đứng ngoài cuộc. Tuy nhiên, cũng giống như một số quốc gia khác, chúng ta đang lúng túng khi đối xử với tiền mật mã. Thủ tướng Chính phủ đã yêu cầu cơ quan quản lý tiền tệ là Ngân hàng Nhà nước rà soát lại khung pháp lý đối với tiền mật mã, sau đó Ngân hàng Nhà nước đã có những hành động tiếp theo là hạn chế tất cả giao dịch mua bán có liên quan đến tiền mật mã (hoặc tiền ảo) thông qua chuyển khoản trên hệ thống ngân hàng, đồng thời ra thông báo tất cả việc cung ứng, phát hành, sử dụng tiền mật mã là hành vi vi phạm pháp luật.

Cách hành xử này sẽ làm hạn chế sự phát triển của tiền mật mã tại thị trường Việt Nam, liệu rằng chúng ta hành xử như vậy có hợp lý chưa? Việc hạn chế phát triển tiền mật mã tại Việt Nam có làm cản trở quá trình tiến vào nền kinh tế 4.0 như Thủ tướng Chính phủ đang khuyến khích tất cả mọi thành phần kinh tế hay không? Nếu thật sự chúng ta phủ nhận sự tồn tại và phát triển của tiền mật mã thì chính sách tiền tệ thời kỳ mới có thể sẽ không theo kịp sự phát triển của nền kinh tế thế giới.

Đứng trước vấn đề này, chúng ta cần làm rõ sự khác biệt của tiền mật mã so với tiền tệ truyền thống và những thách thức mà nó mang lại. Trong đó sự ứng xử của Ngân hàng Trung Ương sẽ quyết định sự phát triển trong tương lai của hệ thống tiền mật mã. Cơ chế tự động của tiền mật mã chi phối toàn bộ nền kinh tế sẽ khiến nền kinh tế tăng trưởng tốt hơn hay không hay sẽ làm gia tăng những bất ổn khi không có bàn tay can thiệp của con người đều cần phải được tìm hiểu và nghiên cứu. Bài nghiên cứu này thực hiện phương pháp tổng hợp các tài liệu nghiên cứu liên quan nhằm trình bày về các đặc tính ưu việt của tiền mật mã, mối tương quan với tiền tệ truyền thống và các thách thức và tiền mật mã đối với hệ thống tài chính hiện hữu để từ đó những nhà làm chính sách có thêm thông tin tham khảo khi đề ra các chính sách ứng xử với tiền mật mã.

## **2. Tiền mật mã và tiền tệ truyền thống**

Sự ra đời của Bitcoin, Ethereum và một số đồng tiền mật mã khác đã thu hút sự quan tâm của thế giới vào một ý tưởng của tương lai: một đồng tiền độc lập. Chúng ta có thể hiểu tiền độc lập là do một công ty hoặc một nhóm các công ty phát hành dựa trên các thuật toán mã hoá (cryptographics), tiền độc lập sẽ xoá bỏ vai trò kiểm soát cung cầu tiền tệ của hệ thống ngân hàng trung ương (NHTW) truyền thống. Ý tưởng về một hệ thống tiền tệ độc lập do tư nhân phát hành đã được khơi mào từ những thập niên đầu của thế kỷ 19 (White, 1984). Tuy nhiên đáng tiếc là ý tưởng này lại không được giới nghiên cứu chính sách tiền tệ hào hứng tiếp nhận do những rào cản trong thực tế mang tính kinh tế - chính trị bởi vì hiển nhiên các NHTW khó có thể chấp nhận việc chuyển giao quyền vận hành chính sách tiền tệ cho hệ thống tư nhân thay thế bằng nhiều lý do khác nhau.

Sau khi Bitcoin ra đời năm 2009, mọi thứ có vẻ đã thay đổi. Một số nhà nghiên cứu về chính sách tiền tệ đã dành nhiều sự quan tâm hơn cho khả năng tồn tại và phát triển của tiền mật mã, cũng như sự đe dọa của tiền mật mã đối với hệ thống tiền pháp định truyền thống. Một số nghiên cứu đã đi sâu vào phân tích đặc điểm của tiền mật mã thế hệ mới (Böhme, Christin, Edelman, & Moore, 2015) cũng như phân tích các khía cạnh pháp lý cho việc quản lý tiền mật mã trong bối cảnh hiện tại (Chuen, 2015). Việc nghiên cứu về tiền mật mã không còn đơn thuần là kinh tế học, đây thậm chí là vấn đề liên ngành khi phải tham chiếu đến nhiều vấn đề trong lĩnh vực khoa học máy tính (Narayanan, Bonneau, Felten, Miller, & Goldfeder, 2016)

Một trong những vấn đề cần làm rõ là sự khác biệt giữa tiền mật mã thế hệ mới và tiền tệ truyền thống hiện nay. Sau khi tổng hợp các nghiên cứu liên quan thì tác giả đưa ra 3 khác biệt lớn của tiền mật mã như sau:

Về chủ thể phát hành: tư nhân (tiền tệ truyền thống: NHTW hoặc Chính phủ). Mặc dù việc tư nhân phát hành tiền không phải là vấn đề mới mẻ, trong quá khứ một số cửa

hàng vàng hoặc tiệm cầm đồ thời trung cổ cũng đã từng phát hành tiền giấy (mang hàm ý là các nghĩa vụ nợ), tuy nhiên tiền mặt mã ngày nay lại khác biệt ở chỗ các đồng tiền này không hề mang trong mình là một nghĩa vụ nợ được bảo lãnh bởi chủ thể phát hành.

Về phương thức tồn tại: dữ liệu điện tử (tiền tệ truyền thống: tiền giấy hoặc khoản tiền gửi định danh). Mặc dù tiền mặt mã thật sự khác biệt khi chỉ tồn tại được trong môi trường dữ liệu điện tử và phải có hệ thống mạng lưới được kết nối internet mới vận hành được, nhưng tiền mặt mã lại giống với tiền pháp định là không hề có giá trị nội tại trên mỗi đơn vị tiền phát hành (khác với tiền vàng, mỗi đơn vị tiền đều tương ứng khối lượng vàng vật chất nhất định).

Phương thức kiểm soát thanh toán: phi tập trung (tiền tệ truyền thống: tập trung tại NHTW hoặc NHTM). Việc dữ liệu thanh toán tập trung giúp tránh hiện tượng “thanh toán 2 lần”, đây là điều khó khăn lớn nhất khi vận hành một hệ thống tiền mặt mã. Việc thanh toán phi tập trung đòi hỏi tiền mặt mã phải sử dụng đến hệ thống sổ cái phi tập trung (Blockchain), điều này đòi lại sẽ tiêu tốn hệ thống tài nguyên điện khổng lồ để giữ cho blockchain luôn hoạt động hiệu quả.

Sự khác biệt trong 3 khía cạnh trên đã mang đến sự hấp dẫn nhất định đối với tiền mặt mã khi mà xã hội con người xuất hiện nhu cầu thay thế hệ thống tiền pháp định lỗi thời và có nhiều bất cập.

Thứ nhất, hệ thống sổ cái phi tập trung giúp các hoạt động thanh toán diễn ra một cách ẩn danh. Ví dụ, thông thường một người A thanh toán cho một người B thường phải thông qua một NHTM nhất định để xử lý giao dịch, điều này khiến cho người A phải tiết lộ thông tin giao dịch cho ngân hàng trung gian dù cho giao dịch đó mang tính cá nhân và nhạy cảm mà người A cần phải bảo mật. Vô hình trung cơ chế thanh toán tập trung (và NHTM) khiến cho thông tin giao dịch của con người không còn được bảo vệ tuyệt đối. Điều nay được khắc phục hoàn toàn với cơ chế phi tập trung của tiền mặt mã thế hệ mới. Một người A thanh toán cho một người B sẽ được hệ thống blockchain xử lý giao dịch nhưng thông tin xác định nhân thân của A và B hoàn toàn được bảo mật trong hệ thống blockchain, nói một cách dễ hiểu hệ thống tất cả mọi người đều có thể sử dụng thanh toán bằng tiền mặt mã mà không cần cung cấp nhân dạng thật của mình (điều này là bất khả thi nếu sử dụng dịch vụ NHTM). Vấn đề này gây tranh cãi mạnh mẽ nhất khi nhiều người cho rằng giới tội phạm sẽ ưu tiên sử dụng tiền mặt mã nhằm tránh sự điều tra của chính phủ, thêm nữa một tài khoản giao dịch trong hệ thống phi tập trung khi bị tấn công virus sẽ không thể khôi phục lại tài sản của mình (trong khi nếu giao dịch với NHTM thì được NHTM hỗ trợ lấy lại tài sản nếu thật sự bị hacker tấn công)

Thứ hai, tiền mật mã được phát hành thông qua hệ thống thuật toán tự động và việc thay đổi thuật toán này cần sự đồng thuận của đa số mọi người tham gia mạng lưới. Điều này khiến cho các ý tưởng chính trị và trục lợi kinh tế khó có thể triển khai trong môi trường tiền mật mã. Nói một cách dễ hiểu, chính sách tiền tệ lúc này là “hoàn toàn tự động hoá và công khai”, mọi người đều biết chắc chắn rằng cung tiền sẽ là bao nhiêu và khi nào thì tiền được gia tăng nguồn cung cũng như tính lạm phát của tiền tệ gần như là một điều được công khai và không thể tùy tiện thay đổi. Đây quả thật là một trong những điều hấp dẫn không thể từ chối đối với những người luôn ủng hộ dân chủ tuyệt đối, quyền vận hành chính sách tiền tệ cần được “phi chính trị hoá” và công khai minh bạch. Tuy nhiên, tính cứng nhắc tuân theo thuật toán máy móc có thể khiến cho tiền mật mã thiếu tính linh hoạt khi đối phó với các cú sốc kinh tế, điều mà chúng ta sẽ làm rõ trong các phần sau.

Thứ ba, tiền mật mã rõ ràng sẽ thể hiện vai trò thay thế tiền pháp định về mặt lịch sử khi nó sẽ biến ý tưởng về một tiền tệ “toàn cầu” thành hiện thực. Các giao dịch thương mại toàn cầu sẽ được diễn ra trong môi trường tiền mật mã không còn rào cản về ngoại hối cũng như việc kiểm tra tình hình tài chính của đối tác là hoàn toàn công khai và dễ dàng thực hiện thông qua mạng lưới luôn luôn trực tuyến của blockchain. Sự xuất hiện của tiền mật mã với vai trò cách mạng tiền tệ đã được giới trẻ - những người muốn thử thách cái mới trong thời đại của mình - ủng hộ và sẵn sàng làm người thí điểm sử dụng. Xu hướng toàn cầu hoá thương mại và công dân toàn cầu đã trở thành động lực chính thúc đẩy sự phát triển của tiền mật mã.

### **3. Vai trò tiền tệ của tiền mật mã**

Trong việc xem xét hình thái tiền tệ trong lịch sử, ta thấy rằng có hai đặc điểm quan trọng nhất trong việc hình thành một đồng tiền: tính ổn định giá trị và được chấp nhận rộng rãi bởi nhiều người sử dụng. Tiền tệ thường được xem là trung gian thanh toán, đơn vị giá trị quy đổi (unit of account) và giá trị lưu trữ tài sản, trong đó chức năng lưu trữ tài sản được xem như khá quan trọng. Nếu một đồng tiền không thể ổn định giá cả của chính nó thì không thể được xem như là công cụ thanh toán, điều đó đòi hỏi cơ chế gia giảm cung tiền phải theo một nhịp điệu cùng chiều với nhu cầu tiền để có thể ổn định giá cả (lạm phát) của chính nó. Và một cách tương hỗ nhau, nếu đồng tiền đó ổn định thì sẽ thu hút được nhiều người sử dụng, càng có nhiều người dùng thì một đồng tiền mới được xem là “tiền” đúng nghĩa.

Sự mới mẻ của các đồng tiền mật mã khiến cho công chúng tiếp nhận các đồng tiền này một cách thận trọng và việc nắm giữ các đồng tiền này mang tính tích trữ tài sản hơn là một trung gian thanh toán. Điều đó khiến cho tiền mật mã chưa thể hoàn toàn thay thế được tiền



pháp định truyền thống trong việc trở thành một trung gian thanh toán đúng nghĩa. Đã có nhiều thuật toán tiền mật mã mới ra đời nhằm khắc phục khuyết điểm này để giúp các đồng tiền mật mã dễ dàng trở thành phương tiện thanh toán hơn (Cochrane, 2018).

Một thách thức khác không kém phần quan trọng chính là sự kiểm soát tiền mật mã mang tính tự nhiên là “số đông”. Nghĩa là nếu một người có khả năng thiết lập siêu máy tính mạnh hơn đa số các máy tính khác đang tham gia mạng lưới thì họ có thể kiểm soát cung tiền cũng như thay đổi sổ cái điện tử (blockchain). Tính dễ tổn thương này khả thi về mặt lý thuyết nhưng lại khó khả thi về mặt thực tiễn do chi phí để thiết lập siêu máy tính hiện nay sẽ rất không lồ vượt ra khỏi lợi ích về mặt vật chất nếu chiếm được quyền điều khiển mạng lưới tiền mật mã (Gandal, Hamrick, Moore, & Oberman, 2018).

Mối quan hệ giữa tiền mật mã và chính sách tiền tệ đã được đề cập đến trong một nghiên cứu gần đây của Fernández-Villaverde & Sanches (2019). Các tác giả này đã đề ra một mô hình lý thuyết trong đó cho thấy sự tồn tại của một cơ chế gồm có cả ngân hàng trung ương và tiền mật mã. Trong cơ chế này xảy ra sự cạnh tranh giữa tiền pháp định (của NHTW) và tiền mật mã (của các công ty tư nhân phát minh), đồng tiền nào chiến thắng trong cuộc chiến ổn định giá cả sẽ được chấp nhận là đồng tiền thanh toán trung gian.

Tiền pháp định và tiền mật mã không thể cùng được sử dụng trong lưu thông theo một chức năng thanh toán hàng hóa. NHTW sẽ dùng quyền lực thiết lập chính sách tiền tệ để giữ lợi thế của tiền pháp định trong việc là một trung gian thanh toán. Tuy nhiên, tiền mật mã vẫn sẽ có giá trị lưu hành như là một tài sản đầu cơ, điều này sẽ khiến việc tiền mật mã lưu hành không phải là mối đe dọa đối với tiền pháp định, thậm chí tiền mật mã có thể được coi như một công cụ tài chính (như chứng khoán) để theo dõi nhằm điều tiết thị trường. Quan điểm này một phần nào đó giống với nghiên cứu của Hayek (1976) , tác giả này cho rằng chính phủ nên phá bỏ sự độc quyền trong việc phát hành tiền thì mới có thể đảm bảo tính ổn định trong giá trị của tiền pháp định.

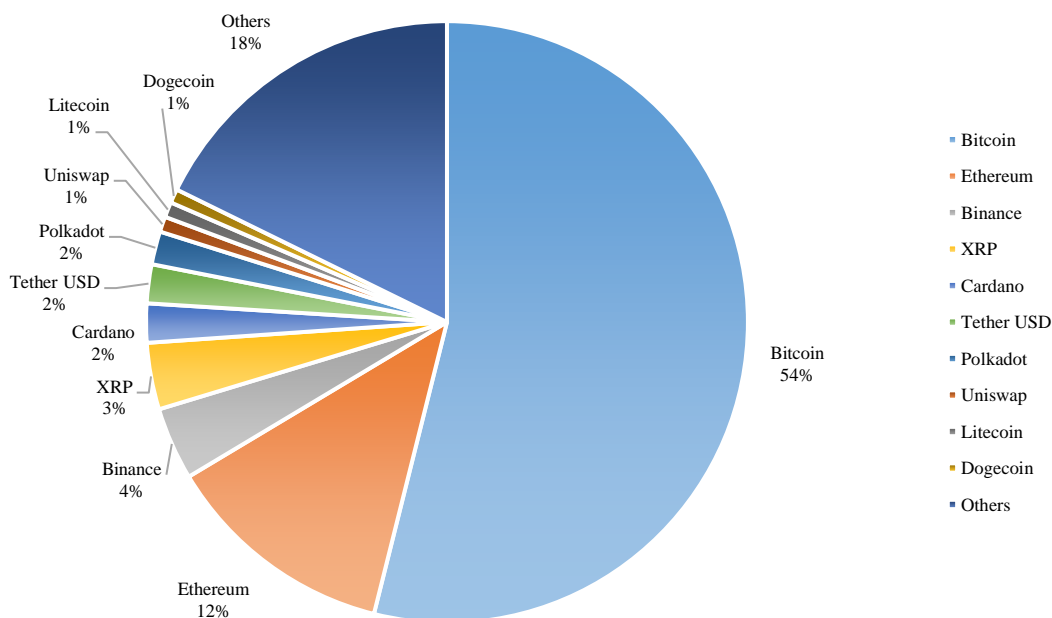
Ở một số chiều hướng khác tiêu cực hơn thì cho rằng tiền mật mã lại là sự đe dọa trực diện đối với NHTW trong việc điều tiết cung tiền. Đầu tiên, việc người dân chuyển từ nắm giữ tiền mặt và tiền trong tài khoản ngân hàng sang tiền mật mã sẽ làm giảm hiệu lực của việc điều chỉnh chính sách tiền tệ, cụ thể là tăng giảm cung tiền sẽ khó làm ảnh hưởng đến lãi suất hơn. Tuy nhiên Stevens (2017) lại không hoàn toàn ủng hộ quan điểm này vì cho rằng nếu NHTW vẫn sử dụng tiền pháp định làm đơn vị trong các giao dịch kinh tế thì việc chuyển qua tiền mật mã sẽ bị giới hạn, và vì thế sự suy yếu của chính sách tiền tệ là không đáng kể.

Tác động của tiền mật mã lên NHTW có thể lan sang chính sách tài khóa. Vì ngân sách bị thiếu hụt nếu thuế từ in tiền bị suy giảm sẽ khiến chính phủ có thể phải tăng thuế suất lên gây áp lực lên tăng trưởng kinh tế. Thật ra việc này không đáng ngại nếu thuế từ in tiền chiếm tỷ trọng không đáng kể trong tổng nguồn thu thuế của Chính phủ, tuy nhiên chính sách tài khóa có thể bị ảnh hưởng nếu công cụ trái phiếu kém hấp dẫn so với tiền mật mã, điều này sẽ khiến lãi suất trái phiếu tăng lên và gây ra các gánh nặng tương lai cho ngân sách.

#### 4. Các dạng tiền mật mã thế hệ mới

Theo trang [coinmarketcap.com](https://coinmarketcap.com) – một trong những nguồn theo dõi tiền mật mã uy tín trên thế giới – thì hiện nay có hơn 1500 đồng tiền mật mã được phát hành và đang tồn tại trên thị trường, giá trị vốn hoá của các đồng tiền này hơn 2200 tỷ USD. Trong số đó thì 10 đồng tiền điện tử phổ biến nhất chiếm đến 80% giá trị của thị trường.

**Biểu đồ 1. Tỷ lệ các đồng tiền mật mã theo tỷ lệ giá trị vốn hoá USD (%)**



*Nguồn: coinmarketcap.com, dữ liệu truy cập ngày 30/03/2021.*

Sự ra đời của các loại tiền mật mã mới khiến cho thị trường tiền điện tử trở nên đa dạng và cuốn hút truyền thông cũng như cải thiện nhận thức của người sử dụng về tiền mật mã. Tuy nhiên sự phân mảnh của tiền mật mã cũng khiến việc lựa chọn tiền mật mã

nào để sử dụng chính thức trở thành một vấn đề quan trọng gây tranh cãi. Đồng bitcoin hiện đang được sử dụng chính do ra đời trước tuy nhiên do hệ thống thuật toán cũ nên việc thanh toán bằng bitcoin trở nên chậm chạp và không còn phù hợp với số lượng giao dịch khổng lồ trên thị trường. Các khuyết điểm của bitcoin cũng chính là lý do khiến giá trị của đồng tiền nay luôn biến động lớn, thu hút các nhà đầu cơ trên thế giới và làm cho con đường trở thành trung gian thanh toán của bitcoin bị hạn chế lại do sự mất ổn định trong giá trị của bitcoin. Thị trường hiện nay lưu hành một số loại tiền mật mã phổ biến điển hình như bitcoin, ethereum và USDT.

Bitcoin là một trong những đồng tiền mật mã đầu tiên và thành công nhất cho đến hiện tại. Sự ra đời của bitcoin nhằm mục đích tiết kiệm chi phí giao dịch và xoá bỏ trung gian thanh toán bằng cách sử dụng thuật toán đồng thuận theo số đông của mạng lưới các nhà xử lý giao dịch (miners). Sự vận hành của bitcoin nhờ vào cơ chế mạng phân tán và công nghệ chuỗi khối blockchain. (Nakamoto, 2009)

Ethereum là sự phát triển cấp độ tiếp theo của tiền mật mã với sự tiết kiệm năng lượng của hệ thống và mở rộng ứng dụng chuỗi khối ra một thời kỳ mới. Các ứng dụng bây giờ được tháo bỏ khỏi sự ràng buộc về mạng địa lý, cơ chế hợp đồng thông minh (smart contract) được sử dụng và khởi đầu cho cuộc cách mạng ở hầu hết lĩnh vực từ công nghệ thông tin, kiểm toán, kế toán, quản trị công, vv.. (Buterin, 2013)

USDT là một loại tiền mật mã ổn định giá (stable coin) khắc chế khuyết điểm biến động giá của bitcoin và ethereum. Sự đầu cơ tiền tệ mật mã khiến cho việc sử dụng tiền mật mã vào lưu thông bị cản trở và USDT chính là khớp nối cho lỗ hổng này. Người sử dụng tiền mật mã USDT sẽ được đảm bảo bằng giá trị tương đương với đôla Mỹ là đồng USD. Một cơ chế bán tự động, giữa các tổ chức kiểm toán (auditor) và công ty khởi tạo và hệ thống blockchain khiến cho USDT đang trở thành một công cụ được nhiều tổ chức tài chính chính thống sử dụng.

Các loại tiền mật mã khác ngày càng sinh sôi nhanh chóng nhằm khắc phục các khiếm khuyết của tiền mật mã ra đời trước đó và ngày càng tiết kiệm năng lượng hơn, nhanh hơn và có tính ứng dụng thực tiễn cao hơn.

## **5. Các thách thức đối với tiền mật mã**

Công nghệ Blockchain, Bitcoin và tiền mật mã là những thuật ngữ khá quen thuộc mà bất cứ ai có thể bắt gặp đâu đó trên các phương tiện truyền thông ngày nay. Đặc biệt hơn nữa, tiền mật mã đã và đang trở thành chủ đề nóng trên các diễn đàn kinh tế thế giới trong nhiều năm qua. Tranh luận về tương lai của tiền mật mã đặt ra hàng loạt các câu hỏi cho những chuyên gia nghiên cứu cũng như những người làm chính sách ở các quốc gia khác

nhau. Dưới đây là những thách thức cơ bản mà tiền mật mã phải đối mặt nếu muốn được chấp nhận bởi đa số các quốc gia và trở thành một trong những công cụ thanh toán quan trọng trong tương lai.

Quá tập trung vào công nghệ Blockchain. Sự thật là khi các đồng tiền mật mã đối mặt với thách thức tồn tại và được chấp nhận bởi số đông, công nghệ Blockchain đã vượt quá những kỳ vọng ban đầu. Hầu hết đều cho rằng đây là một trong những công nghệ vượt trội, được áp dụng trong rất nhiều các lĩnh vực từ logistic, bán hàng, cho đến việc xây dựng các khu đô thị, thành phố thông minh, tất cả đều có thể được quản lý và xác thực chính bằng công nghệ Blockchain. Các dự án đầu tư điển hình như của IBM và Maersk trong ngành vận tải tàu biển cho thấy tiềm năng áp dụng và khai thác công nghệ Blockchain trong thực tế còn rất nhiều. Tuy rằng không thể phủ nhận những lợi ích mà Blockchain mang đến nhưng chúng ta đang tách rời Blockchain ra khỏi tiền mật mã. Sẽ là dấu chấm hết nếu như chúng ta chỉ dành những ý tưởng và khoản đầu tư tốt nhất cho công nghệ phía sau (Blockchain) mà không phải là chính bản thân các đồng tiền mà chúng ta muốn sử dụng trong tương lai.

Gắn liền với một hình ảnh xấu. Tiền mật mã ngay trong giai đoạn bùng nổ cũng gặp rất nhiều vấn đề về nhận diện. Khi nhắc đến thuật ngữ tiền mật mã, đa số mọi người đều nghĩ đến những quảng cáo tiêu cực, những đợt phát hành (ICO) lừa đảo, cách làm giàu nhanh chóng, và những thứ gắn liền với tội phạm. Dù cho những điều này chỉ là vật vãnh khi so với quy mô của các đồng tiền mã hoá cũng như các ngành công nghiệp đang áp dụng Blockchain, nhưng nó đang dần kiềm hãm lại tốc độ tăng trưởng và sự chấp nhận của công chúng khi mà nhận thức về đồng tiền mã hoá vẫn chưa được thay đổi triệt để.

Công nghệ Blockchain và hạn chế từ các nhà làm luật. Hiến pháp Mỹ được biết đến rộng rãi về các quyền cơ bản của con người như tự do ngôn luận, quyền tiếp cận đầy đủ thông tin, và quyền đưa ra quan điểm... Tất cả các quyền trên được bảo vệ bởi các thể chế dân chủ trong một quốc gia. Tuy vậy, khi bàn đến các vấn đề liên quan đến tiền tệ và các nguồn lực tài chính, hệ thống luật được thiết kế với mục đích giới hạn các quyền cơ bản ở mức thấp nhất nhằm mục tiêu quản lý và kiểm soát chặt chẽ mọi đối tượng. Có nhiều bằng chứng cho thấy tại sao các đồng tiền mật mã bị loại ra khỏi nền kinh tế dù cho chúng thật sự giải quyết được những vấn đề cốt lõi mà hệ thống tài chính của chúng ta đang đối mặt.

Thiếu nền tảng pháp lý. Tiền kỹ thuật số hay tiền mật mã hoàn toàn phi tập trung. Chúng đơn thuần chỉ là những sản phẩm số và các chính phủ chưa được trang bị để có thể xử lý những công nghệ tiên tiến như vậy. Đó là lý do tại sao chúng ta thiếu khung pháp lý trong việc quản lý và điều hành tiền kỹ thuật số cũng như không có những biện pháp cụ thể để bảo vệ người dùng trong một không gian tiềm ẩn nhiều rủi ro. Giáo dục

và cảnh báo cho mọi người về những rủi ro này là một bước đi cần thiết trước khi một hệ thống luật đầy đủ về tiền mật mã được hình thành.

Khó khăn trong việc thiết lập khung pháp lý. Một trong những khó khăn khi xây dựng hệ thống luật cho đồng tiền mật mã là khả năng kiểm soát và theo dõi các giao dịch của những đồng tiền này. Việc sử dụng Bitcoin trong các hoạt động tội phạm như khủng bố và buôn bán chất gây nghiện đã khiến cho các nhà làm luật từ chối chấp nhận các đồng tiền mã hoá khi không thể phát hiện được các giao dịch phạm pháp.

Công nghệ tiền mật mã vẫn chưa phát triển đầy đủ. Tiền mật mã cũng đối mặt rất nhiều trở ngại ngoài hệ thống pháp lý và nhận dạng. Công nghệ phía sau tiền mật mã vẫn còn gặp nhiều thách thức nếu nó được chấp nhận rộng rãi và triển khai trên quy mô lớn. Chúng ta có thể thấy rằng công nghệ về tiền mật mã đã xuất hiện hơn một thập niên trước đây mà không có những đột phá trong việc mở rộng và phát triển ở một mức độ cao hơn.

Sự tương thích. Một trong những thách thức về mặt kỹ thuật của các đồng tiền mật mã là các hệ thống phần mềm không có khả năng trao đổi và sử dụng các thông tin của nhau. Do vậy, công nghệ Blockchain áp dụng cho mỗi đồng tiền mã hoá tạo thành một hệ sinh thái riêng biệt mà không thể tích hợp và chia sẻ thông tin với những hệ thống khác.

Tính hữu dụng. Một điều dễ nhận thấy là thật khó để chúng ta có thể mua và bán các đồng tiền mật mã. Tham gia vào thế giới tiền mã hoá yêu cầu nhiều thông tin và kỹ năng mà một người bình thường sẽ cảm thấy không hoàn toàn phù hợp. Các nguyên tắc bảo mật quá phức tạp và có thể trở thành vật cản để chấp nhận tiền mật mã như một công cụ trao đổi. Vẫn còn là một thách thức đáng kể để tạo ra một phương thức thân thiện trong việc mua, bán, lưu trữ và sử dụng tiền mã hoá một cách an toàn.

Tính quy mô. Các ngoại tệ truyền thống được trao đổi và giao dịch tại nhiều quốc gia khác nhau với quy mô lớn và điều chỉnh theo từng tỉ giá riêng biệt. Tiền mã hoá còn phải nỗ lực nhiều hơn nữa trong những năm sắp tới để có thể đạt được mức độ phổ biến như những đồng Đô la Mỹ, Yên Nhật, hay Bảng Anh. Khi mà sự tương thích có thể là một bước tiến lớn để đạt được điều này, bản thân các đồng tiền mật mã phải cải thiện tốc độ xử lý của hệ thống, các ứng dụng liên quan đến hợp đồng thông minh (smart contract), và gia tăng khả năng xác thực. Hệ thống sẽ phải đối mặt một số lượng lớn sự trì hoãn và cần nhiều giải pháp xử lý ở quy mô lớn để có thể đáp ứng được sự chuyển đổi của đồng tiền mật mã với các đồng tiền truyền thống khác.

Tính bảo mật. Dù cho công nghệ Blockchain vẫn chưa phát triển nhưng nó vẫn có độ an toàn vượt trội hơn những công nghệ truyền thống khác. Tuy vậy đã có rất nhiều các vi phạm tài chính, rò rỉ thông tin và thiệt hại lớn do các sàn giao dịch tiền mã hoá bị tấn

công và đánh cắp dữ liệu. Niềm tin của nhà đầu tư và công chúng dần mất đi khi hàng loạt các hệ thống tiền mặt mã gặp phải vấn đề về bảo mật.

Quyền sở hữu và khai thác dữ liệu. Trong nền kinh tế số ngày nay, dữ liệu đã đạt đến mức độ để trở thành một tài sản số thật sự. Các giao dịch tiền mặt mã chứa đựng một lượng dữ liệu khổng lồ và câu hỏi về quyền sở hữu dữ liệu cùng với tính riêng tư luôn được đặt ra đối với một hệ thống tiền mã hoá. Giải pháp ở đây không chỉ nằm ở sự bảo vệ của hệ thống pháp lý đối với tính riêng tư và dữ liệu của người giao dịch và sử dụng tiền mặt mã. Một hệ thống chuyên dụng giúp thiết lập nhận dạng và kiểm soát thông tin cá nhân phải được tích hợp vào các phần mềm của đồng tiền mã hoá. Một khi con đường trở thành một hình mẫu tiền tệ hiệu quả còn khá xa, mọi ý tưởng liên quan đến bảo vệ dữ liệu của người giao dịch tiền mặt mã phải được thực hiện ngay tức thì.

## **6. Tiền mặt mã và sự ổn định hệ thống tài chính**

Một đe dọa khác lớn hơn đối với nền kinh tế đó là khả năng sinh ra bong bóng tài sản từ tiền mặt mã. Sự sụp đổ của bong bóng tài sản có thể làm suy sụp kinh tế nếu các khoản nợ của người dân, chính phủ và công ty chiếm tỷ trọng quá lớn trong tài sản. NHTW có thể phải đối mặt với cả hai sự kiện nguy hiểm cùng lúc: sự bất ổn của các định chế tài chính (ví dụ như ngân hàng) mà họ đang quản lý và sự leo thang của giá cả khi phải giải cứu các định chế này.

Tiền mặt mã nếu thay thế tiền pháp định trong việc trở thành trung gian thanh toán có thể sẽ làm thay đổi một thỏa ước xã hội lâu đời (Collard, 2017). Vì bản chất tiền giấy không có giá trị nội tại, giá trị của tiền giấy do thỏa ước xã hội giữa người dân và người đại diện cho họ (Chính phủ). Việc lưu thông tiền pháp định có một ý nghĩa lớn hơn là trung gian thanh toán, tiền pháp định còn được dùng để tài trợ cho những lúc có chiến tranh xảy ra. Sức mạnh của việc chi phối tiền pháp định là rất đáng kể và không thể bị từ bỏ bởi chính phủ, tuy nhiên việc độc quyền trong in tiền có thể khiến cho tiền pháp định bị lạm dụng và ngân sách chính phủ luôn trong tình trạng thiếu thốn mặc dù cung tiền luôn gia tăng hàng năm. Đó là lý vì sao mà việc cung tiền ở một số quốc gia được kiểm soát vô cùng chặt chẽ, trải qua nhiều bước thẩm định từ cơ quan hành pháp đến cơ quan lập pháp, từ người đứng đầu chính phủ đến người đứng đầu NHTW.

Nếu chấp nhận sự tồn tại của tiền mặt mã nghĩa là chúng ta phải chấp nhận các thuật toán thông minh tự động điều tiết tiền tệ thay chính phủ. Điều này gây ra các lo ngại vì các hệ thống đôi khi vẫn sai lầm ở một điểm nào đó, ví dụ thậm chí ở các nước có nền kinh tế phát triển nhất vẫn có sự sụp đổ của hệ thống tài chính theo một chu kỳ nhất định. Khi có sai lầm khách quan xảy ra, hệ thống thuật toán thông minh sẽ giải quyết như thế nào, sai lầm đó có thể được sửa chữa một cách tự động hay nó sẽ kéo theo chuỗi các sai

lâm khác? Và còn đó là một phạm trù mang tính đạo đức, liệu hệ thống tiền mặt mã có thể tiến hành các phân phối thu nhập do chênh lệch giàu nghèo đem lại hay không (một lỗi tự nhiên của chủ nghĩa thị trường cạnh tranh).

Rõ ràng là tiền mặt mã không thể đóng vai trò là người cho vay cuối cùng (cho vay không cần bất kỳ tài sản/hoặc điều gì đảm bảo) khi các cuộc khủng hoảng nổ ra. Việc cho vay này là một phương án cực kỳ hiệu quả để ngăn chặn ngay lập tức tổn thất của nền kinh tế trong những tình huống bất khả kháng. Không có một phương án cứu chữa hoàn hảo, nhưng trì hoãn các tổn thất để tìm ra cách sửa chữa sai lầm là một cách giải quyết hợp lý mà tiền mặt mã hiện nay chưa thể làm được.

## 7. Kết luận

Tiền mặt mã là một sản phẩm công nghệ đột phá mang tới nhiều cơ hội nhưng cũng đầy thách thức đối với việc đổi mới hệ thống tiền tệ truyền thống. Nếu chúng ta kết hợp tính ưu việt của tiền mặt mã và một chính sách tiền tệ có sự can thiệp nhất định của NHTW sẽ tạo ra một cơ chế tiền tệ lý tưởng, có xu hướng thông minh tự động cân bằng giá trị (lạm phát) tránh được các nguy cơ bong bóng tài sản cũng như có thể điều chỉnh kịp thời nếu khủng hoảng nổ ra. Hệ thống các lý thuyết kinh tế - tài chính hiện đại vẫn chưa có những nghiên cứu rõ ràng về một khuôn khổ chính sách tiền tệ thông minh mặc dù tiền mặt mã đã xuất hiện gần 10 năm nay.

Đây chính là một khuyến nghị chính sách nhằm đề xuất một khuôn khổ chính sách tiền tệ thông minh nghĩa là việc điều chỉnh cung tiền hoàn toàn vận hành một cách tự động, hệ thống thanh toán giữa các chủ thể tự động thực hiện không cần trung gian thanh toán, tài sản của các chủ thể kinh tế được công khai nhưng vẫn đảm bảo tính bảo mật thông tin riêng tư, Nhà nước kiểm soát được chênh lệch giàu nghèo một cách trực tiếp và chuẩn xác. Trong khuôn khổ chính sách tiền tệ đó, nền tảng tiền mặt mã sẽ là trung tâm cốt lõi giúp cho hệ thống diễn ra thông suốt và luôn được theo dõi để điều chỉnh kịp thời.

## Tài liệu tham khảo

- Alzubaidi, I. B., & Abdullah, A. (2017). Developing a Digital Currency from an Islamic Perspective: The Case of Blockchain Technology. *International Business Research*, 10(11), 79-87. <https://doi.org/10.5539/ibr.v10n11p79>
- Bech, M. and R. Garratt (2017) 'Central bank cryptocurrencies', *BIS Quarterly Review* September 2017, Bank for International Settlements.
- Bech, M. L., & Garrat, R. (2017). Central bank cryptocurrencies. *BIS Quarterly Review*. Retrieved from [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1709f.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709f.htm)
- BIS (2018) Cryptocurrencies: looking beyond the hype, *BIS Annual Economic Report*, Bank for International Settlements.

- Böhme, R., Christin, N., Edelman, B., & Moore, T. (2015). Bitcoin: Economics, technology, and governance. *Journal of Economic Perspectives*, 29(2), 213-238.
- Buterin, V. (2013). Ethereum white paper. GitHub repository, 1, 22-23.
- Chuen, D. L. K. (2015). *Handbook of digital currency: Bitcoin, innovation, financial instruments, and big data*: Academic Press.
- Cochrane, J. (2018) 'Basecoin', The Grumpy Economist – John Cochrane's blog, 22 April, available at <https://johnhcochrane.blogspot.com/2018/04/basecoin.html>.
- Cochrane, J. (2018). Basecoin. The Grumpy Economist–John Cochrane's blog, 22.
- Collard, B. (2017). Money is the Real Social Contract. *Foundation for Economic Education Blog*, 25.
- Fernández-Villaverde, J., & Sanches, D. (2019). Can currency competition work? *Journal of Monetary Economics*, 106, 1-15.
- Fernández-Villaverde, J., Sanches, D., Schilling, L., & Uhlig, H. (2020). Central bank digital currency: Central banking for all?. *Review of Economic Dynamics*.
- Frieden, J. (2016) *Lessons for the euro from early American monetary and financial history*, Essay and Lecture Series, Bruegel.
- Gandal, N., Hamrick, J., Moore, T., & Oberman, T. (2018). Price manipulation in the Bitcoin ecosystem. *Journal of Monetary Economics*, 95, 86-96.
- Graham, B. (1944). *World Commodities and World Currencies*. New York: McGraw-Hill.
- Griffin, J.M. and A. Shams (2018) 'Is Bitcoin Really Un-Tethered?' mimeo, available at [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3195066](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066).
- Hayek, F. A. (1976). *Choice in currency: a way to stop inflation (Vol. 48)*: Ludwig von Mises Institute.
- Hayek, F.A. (1976) 'Choice in Currency: A Way to Stop Inflation', *Occasional Papers*, The Institute of Economic Affairs.
- Huber, J., & Robertson, J. (2000). *Creating New Money, A Monetary Reform for the Information Age*. London: New Economics Foundation.
- Koning, J.P. (2015) 'The dollarization of bitcoin', *Moneyness Blog*, 12 June, available at <http://jpkoning.blogspot.com/2015/06/the-dollarization-of-bitcoin.html>.
- Nakamoto, S. (2008). *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*. Retrieved from <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>
- Narayanan, A., Bonneau, J., Felten, E., Miller, A., & Goldfeder, S. (2016). *Bitcoin and cryptocurrency technologies: a comprehensive introduction*: Princeton University Press.
- Stevens, A. (2017) 'Digital currencies: Threats and opportunities for monetary policy', *NBB Economic Review June 2017*, National Bank of Belgium.
- Stevens, A. (2017). Digital currencies: Threats and opportunities for monetary policy. *Economic Review(i)*, 79-92.
- White, L. H. (1984). *Free banking in Britain: Theory, experience, and debate, 1800-1845*: Cambridge University Press Cambridge.



# 10.

## TÁC ĐỘNG CỦA ĐỒNG TIỀN KỸ THUẬT SỐ ĐẾN TỶ GIÁ HỐI ĐOẠI

Nguyễn Hoàng Nam\*

### **Tóm tắt**

*Trong bối cảnh cuộc Cách mạng công nghiệp 4.0, tiền kỹ thuật số đang ngày một tăng trưởng, cả về thị phần lẫn giá trị giao dịch trên thị trường. Mục tiêu nghiên cứu nhằm đánh giá tác động của đồng tiền kỹ thuật số đến tỷ giá hối đoái thông qua giá trị biến động của các loại tiền tệ, bao gồm các đồng tiền Bitcoin, Ethereum, đôla Úc, Euro, bảng Anh, đôla Canada, yên Nhật và Việt Nam đồng. Dữ liệu trong nghiên cứu được thu thập vào ngày cuối cùng của tuần trong giai đoạn từ 01/01/2014 đến 28/02/2021. Mô hình hồi quy tuyến tính bội được sử dụng để xem xét các quan hệ trong mô hình nghiên cứu thông qua phần mềm phân tích thống kê SPSS 22. Kết quả nghiên cứu cho thấy tiền kỹ thuật số có tác động đến tỷ giá hối đoái. Trong đó, đồng Bitcoin có tác động cùng chiều đến đôla Canada, Việt Nam đồng và có tác động ngược chiều đến đô la Úc, bảng Anh và yên Nhật. Đối với đồng Ethereum, đồng Ethereum có tác động cùng chiều đến đồng Đô la Úc, Euro, bảng Anh và có tác động ngược chiều đến đôla Canada, Việt Nam đồng. Ngoài ra, nghiên cứu cũng cho thấy không có tác động giữa đồng Bitcoin và đồng Euro, cũng như không tìm thấy ý nghĩa thống kê giữa đồng Ethereum và yên Nhật.*

**Từ khóa:** Đồng tiền kỹ thuật số, tỷ giá hối đoái, thị trường tài chính.

---

\* Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB) | Email liên hệ: [nguyenhoangnam2506@gmail.com](mailto:nguyenhoangnam2506@gmail.com)

## 1. Đặt vấn đề

Trong bối cảnh của cuộc cách mạng công nghiệp 4.0, tiền kỹ thuật số đang ngày một tăng trưởng, cả về thị phần lẫn giá trị giao dịch trên thị trường. Việc giao dịch thông qua đồng tiền kỹ thuật số ngày nay trở nên phổ biến. Thanh toán kỹ thuật số được coi là thanh toán điện tử, thanh toán trực tuyến và thanh toán không dùng tiền mặt. Trên thực tế, thanh toán kỹ thuật số là chức năng chuyển tiền điện tử, thanh toán bằng thẻ, thanh toán bù trừ giấy và các phương tiện thanh toán trả trước [1]. Chính vì vậy, tiền điện tử có tiềm năng thay thế tiền tệ lưu thông, là một phần của hệ thống tiền tệ từ bảng cân đối kế toán của các Ngân hàng trung ương (NHTW). Dưới tác động của đại dịch Covid-19, những lợi ích tiềm năng trong giao dịch thanh toán nhanh chóng sẽ giúp tiền kỹ thuật số được sử dụng rộng rãi [2].

Trên thế giới có nhiều loại tiền điện tử, phổ biến và thông dụng nhất là Bitcoin và Ethereum. Bitcoin và Ethereum ngày nay là những loại tiền điện tử có giá trị. Tính đến ngày 03/03/2021, số tiền tệ loại tiền điện tử là 4.476 loại với tổng số vốn hóa thị trường 1.552 tỷ USD.

**Bảng 1. Giá trị thị trường của 10 loại tiền mã hóa phổ biến (Cập nhật lúc 16h ngày 03/03/2021)**

STT	Tiền mã hóa	Ký hiệu	Giá hiện tại (USD)	Tổng vốn hóa thị trường (Tỷ USD)
1	Bitcoin	BTC	50,876	949.41
2	Ethereum	ETH	1,591.8	183.10
3	Cardano	ADA	1.25272	40.17
4	Binance Coin	BNB	249.63	38.89
5	Tether	USDT	1.001	35.90
6	Polkadot	DOT	38.43	35.20
7	Ripple	XRP	0.45113	20.48
8	Litecoin	LTC	193.67	12.95
9	Chainlink	LINK	30.8	12.70
10	Bitcoin Cash	BCH	539.27	10.10

Nguồn: <https://www.investing.com/>, truy cập ngày 03/03/2021

Tại Việt Nam, Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước coi tiền kỹ thuật số là một loại tài sản ảo (tiền ảo) và không coi tiền kỹ thuật số là tiền tệ hay phương tiện thanh toán, việc dùng tiền kỹ thuật số làm phương tiện thanh toán ở Việt Nam là vi phạm quy định pháp luật theo quy định tại Khoản 6, Khoản 7 Điều 1 Nghị định 80/2016/NĐ-CP, sửa đổi bổ sung một số điều của Nghị định 101/2012/NĐ-CP về thanh toán không dùng tiền mặt. Mặc dù thế, với những tiện ích không thể chối bỏ tiền kỹ thuật số mang lại, và quan trọng hơn là nhu cầu sử dụng của người dân, rất có thể các loại tiền này sẽ dần được công nhận trong thời gian tới. Dựa trên Quyết định số 1255/QĐ-TTg phê duyệt đề án hoàn thiện

khung pháp lý để quản lý, xử lý đối với các loại tài sản ảo, tiền điện tử, tiền ảo, “xây dựng, hoàn thiện pháp luật về tài sản ảo, tiền điện tử, tiền ảo nhằm đảm bảo tương ứng với các rủi ro liên quan để kiểm soát, giảm thiểu các rủi ro này nhưng không được ảnh hưởng đến sáng tạo và khởi nghiệp sáng tạo, đảm bảo tính linh hoạt để phù hợp với sự thay đổi trong sự phát triển không ngừng của công nghệ thông tin, thương mại điện tử”.

Nhiều các nghiên cứu trước đây đã tìm hiểu về tác động của tiền kỹ thuật số đến hệ thống tài chính quốc gia, cụ thể là tỷ giá hối đoái. Đa phần, các nghiên cứu về tác động của đồng tiền kỹ thuật số đến thị trường tiền tệ nói chung và tỷ giá hối đoái nói riêng được thực hiện dựa trên phương pháp nghiên cứu định tính. Nghiên cứu này sẽ tiến hành đánh giá thông qua phương pháp định lượng để đưa ra góc nhìn khách quan từ nguồn dữ liệu thu thập qua các năm. Qua đó, đưa ra một số kiến nghị trong việc điều hành và vận dụng chính sách tiền tệ của Việt Nam phù hợp trong thời gian tới.

## **2. Cơ sở lý thuyết**

### **2.1. Tiền kỹ thuật số**

Theo Ravikuma và cộng sự, tiền kỹ thuật số không phải ở dạng vật lý như tiền xu hay tiền giấy. Với khả năng sử dụng như tiền vật lý nhưng kèm theo các đặc tính của kỹ thuật số là giao dịch tức thì và chuyển tiền xuyên biên giới [3]. Theo Dodgson và cộng sự, tiền kỹ thuật số đề cập đến bất kỳ phương tiện thanh toán nào có giá trị tương đương tiền mặt nhưng được lưu trữ ở dạng kỹ thuật số thuần túy [4]. Nói chung, tiền kỹ thuật số là loại tiền vô hình được lưu trữ trong cơ sở dữ liệu phân tán trên internet, cơ sở dữ liệu máy tính điện tử, trong tệp kỹ thuật số hoặc trong các thẻ có giá trị lưu trữ. Tiền kỹ thuật số được trao đổi bằng các công nghệ như điện thoại thông minh, thẻ tín dụng và trao đổi tiền điện tử trực tuyến.

Tiền kỹ thuật số tồn tại trong mạng blockchain, một mạng được một số người coi là an toàn hơn bất kỳ mạng nào, vì không có sự giám sát từ các cơ quan tài chính. Sự phát triển của tiền kỹ thuật số và các phương thức thanh toán hiện đại và đa dạng sẽ góp phần thúc đẩy thương mại điện tử [5]. Nhờ cuộc cách mạng công nghệ thông tin và truyền thông (ICT), tiền có thể được chuyển từ tài khoản ngân hàng sang tài khoản cá nhân một cách thuận tiện từ thiết bị di động, việc chuyển tiền, thanh toán hóa đơn và vay vốn ngân hàng đều đã trở nên sẵn có thông qua công nghệ, củng cố cho việc tiền sẽ sớm chuyển sang dạng kỹ thuật số trong tương lai [6].

## 2.2. Một số loại tiền kỹ thuật số thông dụng trên thế giới

### 2.2.1. Bitcoin (BTC)

Bitcoin là tiền kỹ thuật số vận hành trên nền tảng của công nghệ blockchain. Bitcoin chủ yếu được giao dịch trên các sàn giao dịch tiền số trực tuyến. Khác với việc các NHTW có thể tùy ý điều chỉnh nguồn cung của các đồng tiền pháp định, nguồn cung Bitcoin là cố định và không thể bị tác động bởi các quyết định chính trị [7]. Bitcoin là dạng tiền kỹ thuật số không được phát hành bởi Chính phủ hay một tổ chức tài chính, mà được tạo ra và vận hành dựa trên hệ thống các máy tính kết nối mạng internet ngang hàng [8].

Nhiều người tin rằng tiền kỹ thuật số có thể được sử dụng để rửa tiền quốc tế. Thí dụ, các NHTW của thế giới đã hoài nghi về Bitcoin vì nó không thể được giám sát, dự đoán hoặc theo dõi. Tiền kỹ thuật số đã trở thành sức mạnh tự thân, bởi vì nó giúp kiểm soát sức mạnh tài chính của các chính phủ và ngân hàng. Các loại tiền kỹ thuật số như Bitcoin đã tạo ra thị trường mới, không giống như hệ thống tài chính hiện tại, không có thực thể nào có toàn quyền kiểm soát. Không gian mạng được thiết lập để trở thành người quản lý thị trường đầy gián đoạn này và chi phí giao dịch gần như bằng không, khiến tiền kỹ thuật số vượt trội hơn so với các loại tiền truyền thống theo nhiều cách [9].

Giao dịch bitcoin là khu vực chưa được khám phá đối với các NHTW toàn cầu. Từ quan điểm của nhà cung cấp tiền, giao dịch quốc tế làm giảm cung tiền từ một quốc gia và tăng cung tiền ở một quốc gia khác. Giao dịch này được thực hiện không cần sử dụng các NHTW và trung gian toàn cầu [10]. Đầu tiên, nhiều người dùng tiền kỹ thuật số cảm thấy rằng các sàn giao dịch phi tập trung phù hợp hơn với cấu trúc phi tập trung của hầu hết loại tiền kỹ thuật số; nhiều sàn giao dịch phi tập trung cũng yêu cầu ít thông tin cá nhân từ các thành viên hơn các loại sàn giao dịch khác. Thứ hai, nếu người dùng chuyển tài sản trực tiếp cho người dùng khác, điều đó loại bỏ nhu cầu chuyển tài sản sang sàn giao dịch, do đó giảm nguy cơ trộm cắp từ các vụ hack và gian lận khác.

### 2.2.2. Ethereum (ETH)

Ethereum (ETH) được nhà sáng lập Vitalik Buterin giới thiệu vào cuối năm 2013 và hệ thống được khởi động năm 2015. Ra mắt vào tháng 7/2015, Ethereum là nền tảng phần mềm phân quyền mở, lớn nhất và được thiết lập tốt nhất. Tính đến tháng 1/2021, Ethereum có vốn hóa thị trường 138,3 tỷ USD, gần bằng 19% quy mô của bitcoin [11].

Cũng trên nền tảng Blockchain, chuỗi khối Ethereum tương tự như chuỗi khối Bitcoin. Công nghệ chuỗi khối đang được sử dụng để tạo ra các ứng dụng vượt xa chỉ cho phép một loại tiền kỹ thuật số. Sự khác biệt chính là các khối Ethereum không chỉ chứa số khối, độ

khó... còn chứa danh sách giao dịch và trạng thái gần đây nhất. Đối với mọi giao dịch trong danh sách giao dịch, trạng thái mới được tạo bằng cách áp dụng trạng thái trước đó [12].

### **2.3. Tác động của đồng tiền kỹ thuật số đến tỷ giá hối đoái**

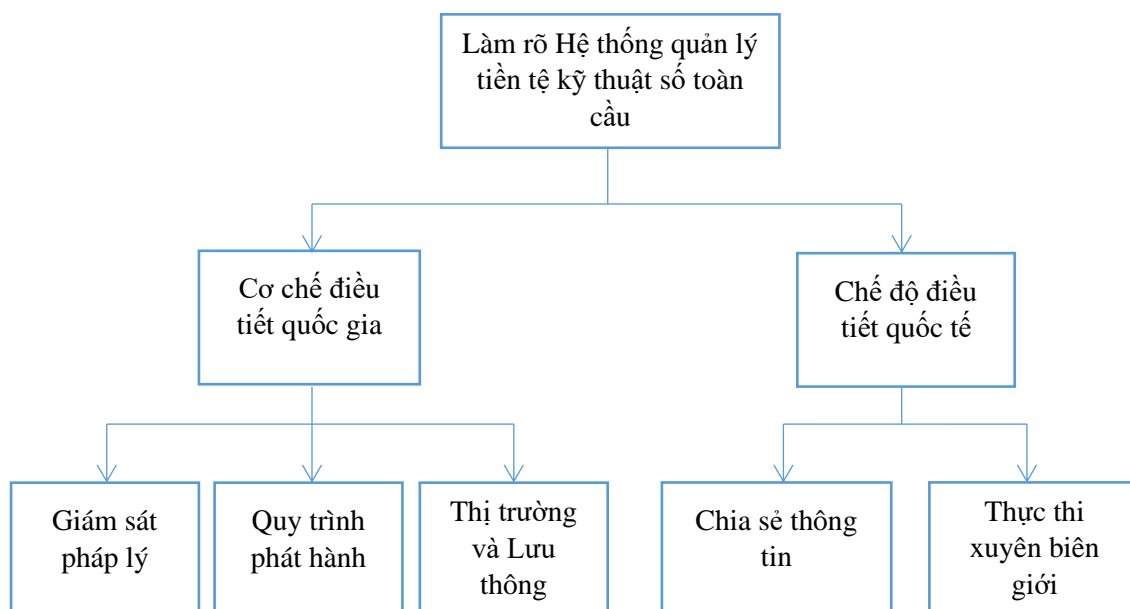
Với sự phát triển của nền kinh tế kỹ thuật số, sự xuất hiện của loại tiền tệ kỹ thuật số tư nhân mới đã thay thế một số chức năng của tiền tệ truyền thống. Tiền tệ kỹ thuật số dựa trên công nghệ blockchain, với hiệu quả giao dịch cao, chi phí giao dịch thấp, tránh lạm phát để duy trì giá trị tài sản và quyền riêng tư, đã kích thích sự phổ biến của việc phi quốc gia hóa tiền tệ [13]. Một trong những nguyên nhân gây tác động đến tỷ giá hối đoái là sự biến động giá của đồng tiền kỹ thuật số. Đơn cử, việc giá Bitcoin tăng lên sẽ dẫn đến việc các nhà đầu tư có xu hướng chuyển đầu tư sang tiền tệ thực, qua đó tỷ giá hối đoái sẽ được đánh giá cao hơn [14].

Mặt khác, nguồn cung tiền kỹ thuật số có khả năng tác động đến hệ thống tiền tệ. Trong đó, 4 chỉ số được sử dụng để định lượng tác động của tiền tệ kỹ thuật số đối với sự thay đổi của hệ thống tiền tệ, bao gồm tỷ lệ tiền mặt, mức tiền kỹ thuật số, mức điện tử tài chính và lãi suất [15]. Các sản phẩm tiền kỹ thuật số có tiềm năng thay thế tiền tệ của NHTW, do đó ảnh hưởng đến nguồn cung tiền [16]. Tiền tệ của NHTW là một thành phần trong tất cả tổng hợp tiền tệ. Ở mỗi quốc gia, hệ thống tiền tệ có những đặc điểm khác nhau trong cơ chế vận hành tỷ giá hối đoái, đặc biệt là tỷ giá hối đoái. Đồng tiền kỹ thuật số khả năng gây ra ảnh hưởng đến cơ chế này. Hệ thống tiền tệ được xem là trọng tâm của nền kinh tế thị trường ở mỗi quốc gia, và NHTW là cơ quan chủ yếu để kiểm soát hệ thống tiền tệ. Nếu các loại tiền kỹ thuật số là cần thiết, các NHTW nên là người phát hành. Điều này đóng một vai trò xúc tác trong việc đổi mới, thúc đẩy cạnh tranh và hiệu quả trong hệ thống thanh toán tiền tệ [17]. Cuộc cách mạng kỹ thuật số đang diễn ra có thể dẫn đến sự rời xa hoàn toàn khỏi mô hình trao đổi tiền tệ truyền thống. Tiền kỹ thuật số có thể tách rời các vai trò riêng biệt của tiền tệ, tạo ra sự cạnh tranh gay gắt hơn giữa các loại tiền tệ chuyên biệt, ảnh hưởng đến giá trị các đồng tiền của những quốc gia khác. Tuy nhiên nhiều báo cáo ghi nhận ảnh hưởng mức giảm rất thấp của tiền tệ trong lưu thông do sự gia tăng của tiền điện tử [18].

Ngoài ra, tiền kỹ thuật số mang lại tiềm năng tiếp cận tài chính dễ dàng hơn và rẻ hơn, nhưng làm dấy lên bóng ma về việc giảm quyền riêng tư và các giao dịch tài chính tiềm ẩn không an toàn. Tuy vậy, cũng giống như công nghệ kỹ thuật số đã không tạo ra văn phòng không giấy tờ, tiền kỹ thuật số khó có thể thay thế hoàn toàn các hình thức tiền hiện có nhưng có thể tác động đến tỷ giá hối đoái [19]. Không thể phủ nhận khả năng chuyển đổi giữa các công cụ tiền tệ và khả năng tương tác giữa các nền tảng sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc hạ thấp các rào cản đối với thương mại và thúc đẩy cạnh tranh.

Vì thế, nhiều quốc gia cũng đã đưa ra những hệ thống giám sát đối với đồng tiền kỹ thuật số như sự đảm bảo cho hệ thống tiền tệ quốc gia nói chung và tỷ giá hối đoái nói riêng.

### Hình 1. Hệ thống giám sát tiền tệ kỹ thuật số



(Nguồn: Li et al. [13])

## 2.4. Một số nghiên cứu trước đây

Trong nghiên cứu của Brunnermeier và cộng sự [20] nhận định, các loại tiền kỹ thuật số được liên kết với hệ sinh thái nền tảng lớn có thể dẫn đến gói lại tiền, trong đó các dịch vụ thanh toán được đóng gói với một loạt dịch vụ dữ liệu, khuyến khích sự khác biệt nhưng không khuyến khích khả năng tương tác giữa các nền tảng. Nghiên cứu đánh giá đồng tiền kỹ thuật số sẽ gây ra sự biến động của hệ thống tiền tệ quốc tế, thông qua việc các quốc gia tích hợp xã hội hoặc kỹ thuật số với các nước láng giềng và phải đối mặt với đô la hóa kỹ thuật số. Nghiên cứu cho thấy sự phổ biến của các nền tảng quan trọng có thể dẫn đến sự xuất hiện của các khu vực tiền tệ kỹ thuật số vượt qua biên giới quốc gia.

Nghiên cứu của Khalaf [21] cho thấy chính sách tiền tệ là một trong những công cụ có sự tác động lớn đến thực trạng của nền kinh tế mỗi quốc gia ở tầm vĩ mô. Đặc biệt trong quan điểm về sự lây lan của tiền điện tử và gia tăng sử dụng trong thời gian gần đây như một hình thức chuyển đổi sang nền kinh tế kỹ thuật số và ảo đã tác động đến chính sách tiền tệ. Nghiên cứu tìm ra mối quan hệ giữa các nhà kinh tế, cơ quan quản lý tiền tệ và ngân hàng có trách nhiệm ở cấp địa phương và quốc tế về sự phản ánh của tiền điện tử đối với các chức năng của các NHTW và trách nhiệm đối với việc điều hành chính sách tiền tệ. Kết quả nghiên cứu cho thấy (1) tiền điện tử là sự thay đổi lớn trong các chức

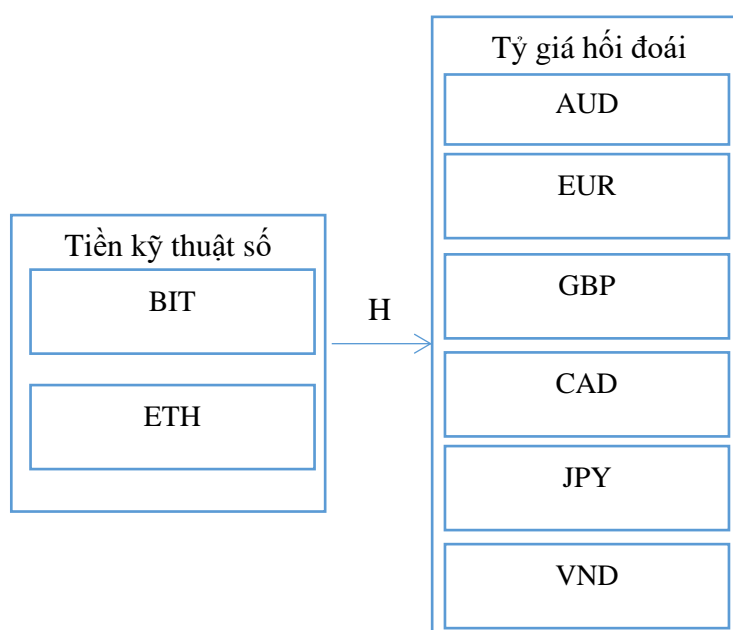
năng của NHTW trong bối cảnh nền kinh tế chuyển đổi sang nền kinh tế kỹ thuật số ảo, (2) việc mở rộng việc sử dụng tiền điện tử sẽ làm giảm vai trò của NHTW trong việc phát hành tiền mặt, nhưng sẽ không đe dọa đến vai trò của nó trong việc điều hành chính sách tiền tệ và (3) để có sự quản lý hiệu quả của NHTW về chính sách tiền tệ, cần phải có các biện pháp kiểm soát đối với việc phát hành tiền điện tử.

Gần đây, nghiên cứu của nhóm tác giả Bashar và cộng sự [22] kiểm tra tác động của tỷ giá hối đoái (USD/AUD, USD/EUR, USD/GBP và USD/JPY) đối với lợi tức bitcoin trong giai đoạn từ 2014-2019. Nghiên cứu thực hiện thông qua mô hình ARMA. Kết quả chỉ ra rằng lợi nhuận của Bitcoin không bị ảnh hưởng đáng kể từ các giá trị bằng ngoại tệ (USD/JPY, USD/EUR, USD/GBP và USD/AUD) khi độ tin cậy được đo lường ở mức 95%. Tuy nhiên, GBP được cho có ý nghĩa khi mức ý nghĩa được đo lường ở mức 90%. Nghiên cứu cũng gợi mở khi có thể mở rộng việc điều tra tác động của tỷ giá hối đoái đối với tiền kỹ thuật số, bằng cách lấy một số loại tiền kỹ thuật số không chỉ là bitcoin.

## 2.5. Mô hình và giả thuyết nghiên cứu

Dựa trên các mô hình nghiên cứu trước đây của Bashar và cộng sự (2020), tác giả tiến hành xây dựng mô hình nghiên cứu để đánh giá tác động của tiền kỹ thuật số đến tỷ giá hối đoái. Mô hình nghiên cứu cụ thể theo hình 2 dưới đây.

**Hình 2. Mô hình nghiên cứu**



*Nguồn: Mô hình nghiên cứu của tác giả*

Dựa trên mô hình nghiên cứu, tác giả đặt ra giả thuyết nghiên cứu như sau:  $H_0$ : Có sự tác động của tiền kỹ thuật số đến tỷ giá hối đoái. Trong mô hình nghiên cứu này, tiền kỹ thuật số bao gồm 2 biến đại diện, là đồng Bitcoin và đồng Ethereum. Biến tỷ giá hối đoái đại diện là các cặp tiền tệ mạnh trên thế giới, bao gồm đô la Úc, Euro, Bảng Anh, đô la Canada, Yên Nhật. Ngoài ra, nghiên cứu sẽ xem xét thêm tác động của tiền kỹ thuật số đối với Việt Nam đồng.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu đánh giá tác động của tiền kỹ thuật số đến tỷ giá hối đoái với dữ liệu trong 374 tuần nên đảm bảo độ tin cậy của mẫu nghiên cứu. Cụ thể, dữ liệu nghiên cứu được thu thập trong giai đoạn từ ngày 01/01/2014 đến ngày 28/02/2021. Dữ liệu giữa các cặp tiền tệ trong nghiên cứu này được xác định vào ngày cuối cùng của tuần. Các giá trị tỷ giá được lựa chọn trong nghiên cứu lấy đồng USD làm đồng tiền cơ sở yết giá. Nguồn dữ liệu nghiên cứu được lấy từ trang thông tin Investing (<https://www.investing.com/>).

Các biến trong mô hình nghiên cứu được tập hợp dưới bảng sau:

**Bảng 2. Các biến của mô hình**

STT	TÊN BIẾN	BIẾN CHI TIẾT	KÝ HIỆU	ĐƠN VỊ YẾT GIÁ	Nguồn
1	Tiền kỹ thuật số	Bitcoin	BIT	BIT/USD	<a href="https://www.investing.com/">https://www.investing.com/</a> (Truy cập ngày 03/03/2021)
2		Ethereum	ETH	ETH/USD	
3	Tỷ giá hối đoái	Đồng Đô la Úc	AUD	AUD/USD	
4		Đồng Euro	EUR	EUR/USD	
5		Đồng Bảng Anh	GBP	GBP/USD	
6		Đồng Đô la Canada	CAD	USD/CAD	
7		Đồng Yên Nhật	JPY	USD/JPY	
8		Đồng Việt Nam	VND	USD/VND	

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

#### 3.2. Phương pháp nghiên cứu

Dựa vào các nguồn dữ liệu thu thập được, tác giả tiến hành tổng hợp trên phần mềm Microsoft Excel 2010. Qua kiểm định tương quan Pearson, tác giả sẽ xác định mức độ tương quan giữa các biến, xem xét sự phù hợp của các biến trong mô hình nghiên cứu. Phương pháp hồi quy tuyến tính bội được sử dụng để xem xét quan hệ giữa các biến, thông qua phần mềm phân tích thống kê SPSS 22. Ngoài ra, nghiên cứu sẽ xác định mức độ ảnh hưởng của các yếu tố thông qua hệ số beta, nhân tố có hệ số beta càng lớn có thể



nhận xét rằng yếu tố đó có mức độ ảnh hưởng cao hơn các yếu tố khác trong mô hình nghiên cứu.

#### 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

##### 4.1. Thống kê mô tả

Qua dữ liệu đã thu thập trong giai đoạn từ 01/01/2014 đến 28/02/2021, mẫu nghiên cứu gồm 374 quan sát. Tác giả tiến hành chạy phân tích thống kê để xem xét mức độ của các biến trong nghiên cứu. Bảng 3 thể hiện thống kê mô tả các biến trong mô hình.

**Bảng 3. Tổng hợp thống kê mô tả**

Các biến	Mẫu	GTLN	GTLN	Trung bình	Độ lệch chuẩn
BIT	374	209.90	55838.00	5472.9374	7657.41818
ETH	163	83.85	1915.74	376.1767	342.10753
AUD	374	0.5799	0.9424	0.756878	0.0701749
EUR	374	1.0451	1.3914	1.160365	0.0811791
GBP	374	1.1643	1.7160	1.386774	0.1392280
CAD	374	1.0655	1.4540	1.281746	0.0813508
JPY	374	100.22	125.62	110.4347	5.91850
VND	374	21060	23623	22544.34	724.952

*Nguồn: Tính toán của tác giả qua SPSS 22*

Qua bảng 3 ta thấy, các biến trong mô hình nghiên cứu có giá trị trung bình và độ lệch chuẩn tương đối lớn, chi tiết như sau:

Xem xét trên nhóm biến tiền kỹ thuật số, đối với biến BIT, giá trị của đồng Bitcoin trên thị trường thấp nhất là 209.90 vào ngày 18/01/2015 và cao nhất là 55.838 vào ngày 14/02/2021. Đối với biến ETH, giá trị của đồng Ethereum trên thị trường thấp nhất là 83.58 vào ngày 09/12/2018 và cao nhất là 1,915.74 vào ngày 14/02/2021.

Xem xét trên nhóm biến tỷ giá hối đoái, đối với biến AUD, giá trị của đồng đô la Úc trên thị trường thấp nhất là 0.5799 vào ngày 15/03/2020 và cao nhất là 0.9424 vào ngày 22/06/2014. Đối với biến EUR, giá trị của đồng Euro trên thị trường thấp nhất là 1.0451 vào ngày 11/12/2016 và cao nhất là 1.3914 vào ngày 09/03/2014. Đối với biến GBP, giá trị của đồng bảng Anh trên thị trường thấp nhất là 1.1643 vào ngày 15/03/2020 và cao

nhất là 1.7160 vào ngày 29/06/2014. Đối với biến CAD, giá trị của đồng đô la Canada trên thị trường thấp nhất là 1.0655 vào ngày 29/06/2014 và cao nhất là 1.4540 vào ngày 10/01/2016. Đối với biến VND, giá trị của đồng Việt Nam trên thị trường thấp nhất là 21,060 vào ngày 26/01/2014 và cao nhất là 23,623 vào ngày 22/03/2020.

## 4.2. Tương quan giữa các biến

**Bảng 4. Sự tương quan giữa các biến nghiên cứu**

		BIT	ETH	AUD	EUR	GBP	CAD	JPY	VND
BIT	Hệ số tương quan	1							
	Mức tương quan Sig.								
ETH	Hệ số tương quan	0.850**	1						
	Mức tương quan Sig.	0.000							
AUD	Hệ số tương quan	-0.221**	0.695**	1					
	Mức tương quan Sig.	0.000	0.000						
EUR	Hệ số tương quan	0.066	0.723**	0.825**	1				
	Mức tương quan Sig.	0.202	0.000	0.000					
GBP	Hệ số tương quan	-0.316**	0.684**	0.770**	0.668**	1			
	Mức tương quan Sig.	0.000	0.000	0.000	0.000				
CAD	Hệ số tương quan	0.167**	-0.625**	-0.931**	-0.852**	-0.797**	1		
	Mức tương quan Sig.	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000			
JPY	Hệ số tương quan	-0.309**	-0.437**	-0.244**	-0.498**	0.112*	0.233**	1	
	Mức tương quan Sig.	0.000	0.000	0.000	0.000	0.030	0.000		
VND	Hệ số tương quan	0.485**	-0.585**	-0.828**	-0.551**	-0.879**	0.798**	-0.085	1
	Mức tương quan Sig.	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.101	

*Nguồn: Tính toán của tác giả qua SPSS 22*

Dựa vào bảng 4 về tương quan giữa các biến phụ thuộc với các biến độc lập cho ta kết quả từ phép kiểm định tương quan Pearson, so với biến phụ thuộc, khi xét sự tương quan với biến độc lập thì tương quan nào có hệ số Sig < 0.05 chứng tỏ có mối tương quan giữa các biến, và các biến này sẽ sử dụng trong phân tích hồi quy. Như vậy, xét sự tương quan giữa các biến đều có mối quan hệ tương quan, chỉ ngoại trừ trường hợp giữa biến BIT và biến EUR không có tương quan biến. Vì vậy, khi phân tích hồi quy bội cần lược bỏ mối quan hệ này để kết quả hồi quy đạt độ chính xác cao hơn.

## 4.3. Kết quả nghiên cứu

Để mô hình hồi quy bội thành mô hình tổng thể, cần phải xem xét kiểm định F trong bảng phân tích phương sai ANOVA. Kết quả kiểm định trị thống kê F, với giá trị sig=0.000 (<0.05) từ bảng phân tích phương sai ANOVA, cho thấy mô hình hồi quy tuyến tính bội đã xây dựng phù hợp với tập dữ liệu, sử dụng được.

Đầu tiên, xem xét tác động của biến BIT đến các biến tỷ giá hối đoái trong mô hình nghiên cứu, ta được kết quả như sau:

**Bảng 5. Kết quả hồi quy của biến độc lập BIT**

Nhân tố	Hệ số chưa chuẩn hóa		Hệ số đã chuẩn hóa	Giá trị t	Mức ý nghĩa
	B	Sai số chuẩn	Beta		
AUD	-3.083E-006	0.000	-0.674	-7.188	0.000
GBP	-3.691E-006	0.000	-0.647	-6.671	0.000
CAD	1.558E-006	0.000	0.397	3.517	0.001
JPY	0.000	0.000	-0.718	-5.860	0.000
VND	0.021	0.002	1.017	11.108	0.000

*Nguồn: Tính toán của tác giả qua SPSS 22*

Thông kê kết quả hồi quy ở bảng 5 cho thấy, các mức ý nghĩa tương ứng với các biến AUD, GBP, CAD, JPY và VND có giá trị Sig. nhỏ hơn 0.05. Do vậy, với mức ý nghĩa 5% có thể kết luận có mức tác động của BIT đến các biến AUD, GBP, CAD, JPY, VND. Cụ thể, biến BIT có tác động cùng chiều đến biến CAD và VND; ngược lại, biến BIT có tác động ngược chiều đến các biến AUD, GBP và JPY. Kết quả hồi quy của biến độc lập BIT không xem xét đến biến EUR vì không có tương quan biến. Ngoài ra, nghiên cứu không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến do VIF của các kiểm định đều nhỏ hơn 2.

Tiếp theo, xem xét tác động của biến ETH đến các biến tỷ giá hối đoái trong mô hình nghiên cứu, kết quả thu được như sau:

**Bảng 6. Kết quả hồi quy của biến độc lập ETH**

Nhân tố	Hệ số chưa chuẩn hóa		Hệ số đã chuẩn hóa	Giá trị t	Mức ý nghĩa
	B	Sai số chuẩn	Beta		
AUD	0.000	0.000	1.269	13.521	0.000
EUR	9.218E-005	0.000	0.723	13.260	0.000
GBP	0.000	0.000	1.233	12.726	0.000
CAD	-9.708E-005	0.000	-0.963	-8.528	0.000
JPY	0.001	0.001	0.173	1.412	0.160
VND	-0.783	0.049	-1.449	-15.832	0.000

*Nguồn: Tính toán của tác giả qua SPSS 22*

Thông kê kết quả hồi quy ở bảng 6 cho thấy, các mức ý nghĩa tương ứng với các biến AUD, EUR, GBP, CAD, JPY và VND có giá trị Sig. nhỏ hơn 0.05. Do vậy, với mức ý nghĩa 5% có thể kết luận có mức tác động của ETH đến cả 6 biến, bao gồm AUD, EUR, GBP, CAD, JPY, VND. Cụ thể, biến ETH có tác động cùng chiều đến biến AUD, EUR và GBP; ngược lại, biến ETH có tác động ngược chiều đến các biến CAD và VND. Không

tìm thấy ý nghĩa thống kê giữa biến ETH với biến JPY. Nghiên cứu không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến do VIF của các kiểm định đều nhỏ hơn 2.

#### **4.4. Thảo luận nghiên cứu**

Dựa trên kết quả nghiên cứu, tác giả kết luận có sự tác động của tiền kỹ thuật số đến tỷ giá hối đoái. Đánh giá giả thuyết đặt ra ban đầu được chấp nhận. Nghiên cứu cho thấy tiền kỹ thuật số có tác động hầu hết đến các cặp tiền tệ. Trong đó, Bitcoin có tác động cùng chiều đến đồng Canada, Việt Nam đồng và có tác động ngược chiều đến đô la Úc, Bảng Anh và Yên Nhật. Đối với đồng Ethereum có tác động cùng chiều đến đô la Úc, Euro, Bảng Anh và có tác động ngược chiều đến đồng Canada, Việt Nam đồng. Ngoài ra, nghiên cứu cũng cho thấy không có tác động giữa đồng Bitcoin và Euro, cũng như không tìm thấy ý nghĩa thống kê giữa đồng Ethereum và Yên Nhật.

Nghiên cứu có kết quả đồng thuận một phần với các nghiên cứu trước đây của Brunnermeier và cộng sự [20], Khalaf [21] và một phần kết quả trong nghiên cứu của Bashar và cộng sự [22] về những tác động của tiền kỹ thuật số đến hệ thống tiền tệ nói chung và tỷ giá hối đoái nói riêng. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu cũng có những khác biệt so với nghiên cứu của Bashar và cộng sự. Nếu kết quả nghiên cứu của Bashar và cộng sự chỉ ra rằng lợi nhuận của Bitcoin không bị ảnh hưởng đáng kể từ các giá trị bằng ngoại tệ, bao gồm USD/JPY, USD/EUR, USD/GBP và USD/AUD khi độ tin cậy được đo lường ở mức 95%, chỉ có ảnh hưởng GBP khi ý nghĩa xác định ở đo lường là 90%, kết quả của nghiên cứu này cho thấy có sự tác động của Bitcoin đến hầu hết biến tỷ giá hối đoái (ngoại trừ đồng Euro không tìm thấy ý nghĩa thống kê). Nguyên nhân có thể xuất phát từ sự khác biệt trong thời gian thu thập dữ liệu nghiên cứu. Nghiên cứu của Bashar và cộng sự lấy dữ liệu trong giai đoạn 2014-2019, còn nghiên cứu này thu thập dữ liệu nghiên cứu theo tuần trong giai đoạn từ ngày 01/01/2014 đến ngày 28/02/2021. Vì vậy, kết quả của mô hình nghiên cứu này là phù hợp.

#### **5. Kết luận**

Kết quả nghiên cứu cho thấy, tiền kỹ thuật số có tác động đến tỷ giá hối đoái. Nghiên cứu lưu ý rằng kết quả không tìm thấy ý nghĩa tác động giữa đồng Bitcoin và đồng Euro, và tác động giữa đồng Ethereum và Yên Nhật. Các cặp tiền tệ mạnh khác có ý nghĩa thống kê, tùy thuộc vào từng cặp tiền tệ mà sự tác động sẽ khác nhau.

Qua đó, các nhà quản lý thị trường tài chính, đặc biệt là cơ quan chịu trách nhiệm trong việc giám sát biến động của tiền kỹ thuật số và tỷ giá hối đoái có cơ sở để đưa ra những kế hoạch phù hợp. Một là, việc xác định vai trò của NHTW và các tổ chức trung gian tư nhân, sẽ đảm bảo duy trì hệ thống tài chính hai cấp và việc thực thi chính sách tiền tệ và sự ổn định tài chính sẽ ổn định hơn. Hai là, trên cơ sở hoàn thiện hành lang

pháp lý cho sự phát triển của kỹ thuật số, các cơ quan ban ngành cần đưa ra được những cơ chế trong giao dịch nhằm ngăn chặn tội phạm điện tử, hiện tượng rửa tiền... Để thực hiện được điều này, cần có sự kết nối giữa các quốc gia, thiết lập quy trình kiểm soát việc phát hành và lưu thông tiền điện tử để hạn chế rửa tiền, làm giả tiền, từ đó tạo nền tảng cho chính sách tiền tệ quốc gia hiệu quả hơn. Ba là, phát triển hệ thống thanh toán quốc gia đảm bảo hiệu quả và hạn chế rủi ro cho các giao dịch thanh toán xuyên biên giới liên quan đến tiền kỹ thuật số, cũng như tăng cường hợp tác quốc tế trong quản lý tiền kỹ thuật số giữa các quốc gia. Ngoài ra, Tuy chưa công nhận tiền kỹ thuật số là giao dịch, đầu tư hợp pháp tại Việt Nam nhưng theo xu hướng trên thế giới, Việt Nam trong tương lai sẽ có những tiếp cận với tiền kỹ thuật số, đến khi đó, để hỗ trợ sự đổi mới và nhu cầu của ngành công nghiệp tiền tệ kỹ thuật số đang phát triển, cần xây dựng hệ thống xác định các loại tiền kỹ thuật số và kiểm tra các khuôn khổ quy định về tác động có thể có đối với việc áp dụng và phổ biến công nghệ hơn nữa.

Nhìn tổng quan bài nghiên cứu, tác giả nhận thấy vẫn còn một số hạn chế tồn tại trong nghiên cứu này. Nghiên cứu đánh giá tác động của tiền kỹ thuật số đến tỷ giá hối đoái với dữ liệu trong 374 tuần. Đây là cỡ mẫu phù hợp. Tuy vậy, nếu mở rộng cỡ mẫu lớn hơn trong tương lai sẽ cho kết quả chính xác hơn. Bên cạnh đó, việc đánh giá tác động chỉ mới dừng lại ở biến tỷ giá hối đoái; thực tế còn nhiều các nhân tố mà tiền kỹ thuật số tác động đến thị trường tài chính quốc tế như: giá vàng, giá dầu, chỉ số chứng khoán,.... Các nghiên cứu sau có thể dựa trên những ý tưởng này để phát triển mô hình nghiên cứu. Một hạn chế khác đó là nghiên cứu này chỉ đề cập đến 2 loại tiền kỹ thuật số là Bitcoin và Ethereum; nhiều loại tiền kỹ thuật số khác chưa được xem xét tới và nhiều khả năng sẽ cho những ảnh hưởng khác nhau. Vì thế, tác giả nhận định để đưa ra chiến lược đầu tư đối với nhà đầu tư và chính sách phát triển phù hợp đối với cơ quan quản lý của từng quốc gia vẫn cần rất nhiều nghiên cứu tiếp theo để đánh giá về sự tác động của tiền kỹ thuật số trong tương lai, và đưa ra những giải pháp với cơ sở khoa học vững chắc hơn.

### **Tài liệu tham khảo**

- [1] Ngô Cơ Bản (2020). *Tìm hiểu về các loại tiền kỹ thuật số*. Chuyên đề Công nghệ và Ngân hàng số, số 07/2020.
- [2] Steven E. (2020). *Not A Cold War: China Is Using A Digital Currency Insurgency To Unseat The US Dollar*. Available at <https://www.forbes.com/sites/stevenehrlich/2020/10/15/not-a-cold-war-china-is-using-a-digital-currency-insurgency-to-unseat-the-us-dollar/?sh=13a8707e748a> (Accessed on 30/03/2021).
- [3] Ravikumar, T. *et al.* (2019). Impact of Digital Payments on Economic Growth: Evidence from India. *International Journal of Innovative Technology and Exploring Engineering (IJITEE)*, Vol. 8, No. 12, pp. 553-557.

- [4] Dodgson, M. *et al.* (2015). Managing Digital Money. *The Academy of Management Journal*, Vol. 58, No. 2, pp. 325-333.
- [5] Nam Sơn (2021). *Cơn sốt Bitcoin và tương lai của tiền điện tử*. Tham khảo tại <http://baokiemtoannhanuoc.vn/tai-chinh---ngan-hang/con-sot-bitcoin-va-tuong-lai-cua-tien-dien-tu-146735> (Truy cập ngày 30/03/2021)
- [6] Daniel G. R. (2018). Is money going digital? An alternative perspective on the current hype. *Financial Innovation*, Vol. 4, No. 14. DOI: 10.1186/s40854-018-0097-x.
- [7] Hoàng Thế Thỏa (2017). *Cần tỉnh táo trước khi mua sắm máy “đào” Bitcoin*. Ngân hàng nhà nước Việt Nam. Tham khảo tại <https://bitly.com.vn/3e0ld8> (Truy cập ngày 31/03/2021)
- [8] Gandal, N. and Halaburda, H (2014). *Competition in the Cryptocurrency Market*. Bank of Canada, pp. 1-33.
- [9] Said, A. (2019). *The Economic Impact of Digital Fiat Currency (DFC): Opportunities and Challenges*. International Telecommunications Society (ITS).
- [10] Durgun, O. and Timur, M. C. (2015). The Effects of Electronic Payments on Monetary Policies and Central Banks. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Vol. 195, pp. 680-685.
- [11] Thông tấn xã Việt Nam (TTXVN) (2021). *Giá tiền điện tử ethereum tăng cao kỷ lục*. Thời báo Tài Chính. Tham khảo tại <http://thoibaotaichinhvietnam.vn/pages/tien-te-bao-hiem/2021-02-04/gia-tien-dien-tu-ethereum-tang-cao-ky-luc-99382.aspx> (Truy cập ngày 31/03/2021)
- [12] Vujicic, D., Jagodic, D. and Randic, S. (2018). *Blockchain technology, bitcoin, and Ethereum: A brief overview*. 2018 17th International Symposium Infoteh-Jahorina (INFOTEH), Serbia. DOI: 10.1109/INFOTEH.2018.8345547
- [13] Li, D., Huang, J. and Wang L. (2019). The Impact of Digital Currency on the Financial System: Universal Decentralized Digital Currency, Is It Possible? *Journal of Economics and Public Finance*, Vol. 5, No. 2, pp. 203-218.
- [14] Xiang, Q. *The Impacts of Digital Currency on China's Monetary System*. Available at <https://bitly.com.vn/x4ipl0> (Accessed on 31/03/2021).
- [15] Astuti R. D. and Fazira N. (2018). The Effect of Cryptocurrency on Exchange Rate of China: Case Study of Bitcoin. *Munich Personal RePEc Archive (MPRA)*, pp. 1-13.
- [16] Trần Văn Biên và Nguyễn Minh Oanh (2021). Tiền ảo và một số vấn đề pháp lý đặt ra ở Việt Nam hiện nay. *Tạp chí Nhà Nước Và Pháp Luật*, Số 4/2020, tr. 30-40.
- [17] Carstens A. (2021). *Digital currencies and the future of the monetary system*. Bank for International Settlements, pp. 1-17.
- [18] Neda P. K. (2014). The use of electronic money and its impact on monetary policy. *Journal of Contemporary Economic and Business*, Vol. 1, No. 2, pp. 79-92.
- [19] Dodgson M., Gann, D. M., Berger, I. W., Sultan, N. and George, G. (2015). Managing Digital Money. *The Academy of Management Journal*, Vol. 58, No. 2, pp. 325-333.
- [20] Brunnermeier, M. K., James, H. and Landau, J. P. (2019). *The Digitalization of Money*. National Bureau of Economic Research, Working Paper 26300. DOI: 10.3386/w26300.

- [21] Khalaf, H. H. (2018). The Impact of Electronic Money On the Effectiveness of Monetary Policy. *Academy of Entrepreneurship Journal*, Vol. 24, No. 3.
- [22] Bashar, A., Ammar Y. A. and Mohammad I. (2020). The Impact Of Exchange Rates On Bitcoin Returns: Further Evidence From A Time Series Framework. *International Journal of Scientific & Technology Research*, Vol. 9, No. 2, pp. 4577-4581.

# KỶ YẾU HỘI THẢO KHOA HỌC QUỐC GIA

ĐỊNH HÌNH LẠI HỆ THỐNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU  
VÀ CHIẾN LƯỢC CỦA VIỆT NAM

## PHẦN 2

TRUNG TÂM TÀI CHÍNH QUỐC TẾ



# 11.

## VẤN ĐỀ ĐẶC KHU KINH TẾ VÀ TRUNG TÂM TÀI CHÍNH QUỐC TẾ VIỆT NAM

Trần Ngọc Thơ\*

### Tóm tắt

*Bài viết tiếp cận vấn đề trung tâm tài chính quốc tế theo hướng hình thành đặc khu kinh tế (SEZ) thế hệ mới. Các quy định pháp lý chuẩn mực quốc tế về các dịch vụ đẳng cấp, về mức độ tự do chu chuyển vốn, sẽ là những nội dung thành phần trong đó. SEZ thế hệ mới không đơn thuần là nơi thí nghiệm chính sách như trước mà tập trung vào phát triển các ngành công nghệ cao, thu hút những tài năng kiệt xuất đẳng cấp quốc tế. Tích hợp các lợi thế thay vì nguy cơ cuộc đua xuống đáy khi Việt Nam có đến 3 tỉnh thành là TP.HCM, Đà Nẵng, Vân Đồn có tham vọng trở thành trung tâm tài chính quốc tế. Phát triển hệ sinh thái fintech sẽ là diện mạo mới cho các trung tâm tài chính quốc tế của Việt Nam, của TP.HCM.*

**Từ khóa:** Trung tâm tài chính quốc tế, đặc khu kinh tế (SEZ).

### PHẦN MỞ ĐẦU:

#### TRUNG TÂM TÀI CHÍNH QUỐC TẾ VÀ ĐẶC KHU KINH TẾ, VÌ SAO?

TP.HCM và Đà Nẵng gần đây đang nghiên cứu trở thành trung tâm tài chính quốc tế. Nếu chỉ để trở thành một trung tâm tài chính “quốc tế”, theo nghĩa có các toà nhà hiện đại trong đô thị hoặc ven biển, ắt hẳn chỉ có cần tiền. Nếu thêm một chút tham vọng phân đầu tầm khu vực ASEAN, chỉ cần xin vài cơ chế đặc thù từ trung ương là thoả mãn?

Nhưng các tham vọng trên khá khiêm tốn và không tương thích với khát vọng Việt Nam hùng cường thịnh vượng, với mục tiêu trở thành nước phát triển có thu nhập cao vào giữa thế kỷ bằng con đường khoa học công nghệ và đổi mới sáng tạo theo Nghị quyết đại hội lần thứ 13 của Đảng. Diện mạo trung tâm tài chính quốc tế tương lai của TP.HCM và của Việt Nam, vì vậy, không thể nào khác ngoài việc hướng vào lĩnh vực fintech. Về

---

\*Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Thành viên Hội đồng tư vấn chính sách tài chính tiền tệ quốc gia |  
Email liên hệ: thotcdn@ueh.edu.vn

khía cạnh ứng dụng fintech (theo chỉ số xếp hạng các trung tâm tài chính toàn cầu), New York đứng đầu nhưng xếp theo sau lại là Thượng Hải, Bắc Kinh, Thẩm Quyển rồi mới đến London.

Hệ thống tài chính toàn cầu đang định hình lại giai đoạn hậu Covid-19, sự phát triển của trí tuệ nhân tạo (AI) cùng với những thay đổi địa chính trị sâu sắc...; tất cả đang làm cho trung tâm tài chính quốc tế Dubai bị rung lắc mạnh, tương lai của trung tâm tài chính quốc tế Hong Kong bị đặt dấu hỏi; Brexit cũng đặt ra câu hỏi về trung tâm tài chính quốc tế London. Tranh thủ hình thành trung tâm tài chính quốc tế đẳng cấp hàng đầu vào lúc này là mục tiêu đáng để Việt Nam theo đuổi. Tham vọng này không xa vời vì trong số 10 trung tâm tài chính quốc tế hàng đầu, Châu Á đã chiếm đến 6.

Nếu thế, chỉ cần cơ chế đặc thù cho TP.HCM hoặc Đà Nẵng? Chủ đề này đã được thảo luận nhiều trong các cuộc tọa đàm chính sách giữa TP.HCM với các nhà khoa học và các cơ quan trung ương nhiều năm trước đây. Bài viết sẽ tiếp cận vấn đề trung tâm tài chính quốc tế theo hướng đột phát hơn là hình thành đặc khu kinh tế (SEZ) thế hệ mới. Các quy định pháp lý chuẩn mực quốc tế về các dịch vụ đẳng cấp, về mức độ tự do chu chuyển vốn, sẽ là những nội dung thành phần trong một SEZ (giống mô hình của Trung Quốc, Ấn Độ, tiểu vương quốc Ả Rập thống nhất).

Phần tiếp theo của bài viết gồm 2 phần. Phần 1 lược khảo một số cách hiểu chưa đúng về SEZ. Phần 2 đề cập một vài hàm ý chính sách liên quan đến SEZ, an ninh quốc gia, trong mối quan hệ với trung tâm tài chính quốc tế Việt Nam trong tương lai.

## PHẦN TÓM LƯỢC

- Các nhà đầu tư đào thoát ngay khỏi SEZ nếu các ưu thế không như kỳ vọng. Ưu đãi càng nhiều phát tín hiệu thất bại càng lớn.
- SEZ thế hệ mới không đơn thuần là nơi thí nghiệm chính sách như trước mà tập trung vào phát triển các ngành công nghệ cao, thu hút những tài năng kiệt xuất.
- Cạm bẫy với mô hình “đặc khu tàng long” xuất khẩu sang các nước.
- Việt Nam cần thiết phải ban hành Luật đặc khu thế hệ mới theo mô hình đặc khu kinh tế tự do kỹ thuật số (DFTZ).
- DFTZ mang lại nhiều thành quả đáng kể nhưng cũng tiềm ẩn nguy cơ đối với an ninh quốc gia.
- TP.HCM hội đủ nhiều điều kiện trở thành trung tâm tài chính quốc tế Việt Nam.
- Không chọn bên giữa các cường quốc nhưng biết chọn khoảng trống cho các DFTZ.

- Tích hợp các lợi thế thay vì nguy cơ cuộc đua xuống đáy khi Việt Nam có đến 3 tỉnh thành có tham vọng trở thành trung tâm tài chính quốc tế.

## **PHẦN 1: TRẢ GIÁ VÌ THIẾU HIỂU BIẾT SEZ?**

### **1. Các bằng chứng thực nghiệm không toàn màu hồng**

Nói một cách chung nhất, SEZ là một vùng lãnh thổ biệt lập trong phạm vi một quốc gia với nhiều ưu đãi đặc biệt về thuế quan và các luật lệ so với các khu vực khác trong một quốc gia, tuy mang lại nhiều lợi ích to lớn nhưng SEZ cũng mang đến nhiều vấn đề [1].

- Phải mất từ 5-10 năm mới tạo ra lợi ích ở quy mô lớn, SEZ chỉ thành công thu hút nhà đầu tư mới nếu các ưu đãi phải thật hấp dẫn trong mối tương quan so với SEZ quốc tế. Các nhà đầu tư không phải tù nhân, họ đào thoát ngay lập tức nếu các ưu thế không như kỳ vọng. Ưu đãi càng nhiều phát tín hiệu thất bại càng lớn.
- Các ưu đãi tài khóa chỉ thu hút các nhà đầu tư ưa thích thiên đường thuế và là nguyên nhân dẫn đến các “voi trắng”: đẻ chết không được, càng nuôi càng tốn kém. SEZ phát tín hiệu thất bại thông qua biểu hiện đầu tư của nhà nước: đầu tư càng nhiều, phát tín hiệu thất bại càng cao.
- Các doanh nghiệp trong SEZ chỉ thích sản phẩm của họ có tác động liên kết xuôi về thương mại và đầu tư trên thị trường quốc tế. Còn tác động liên kết ngược với các doanh nghiệp nước chủ nhà thực sự là nỗi thất vọng.

### **2. Không còn là vùng biệt lập với diện tích đất khổng lồ và nhiều biệt đãi**

Phân tích lịch sử phát triển SEZ của Trung Quốc và thế giới là rất cần thiết để tránh những sai lầm của kẻ đến sau [2]. Đầu tiên Trung Quốc nghĩ đến đất đai là chính, sau đó rút kinh nghiệm và hoàn chỉnh giống như chiến thuật dò đá qua sông. Quy mô các SEZ của Trung Quốc trái ngược hoàn toàn với thế giới (ban đầu SEZ thế giới giống như một kim tự tháp với phần đỉnh nhọn và càng xuống phần đáy càng to dần theo thời gian - lúc đầu chỉ 2 km vuông); SEZ Trung Quốc, ngược lại, là kim tự tháp đảo ngược với phần đỉnh chông ngược xuống (với diện tích rất lớn trung bình 327 km vuông ban đầu, sau đó từ năm 2003 quy mô SEZ giảm dần).

Giai đoạn 1 (1980-1991) thành lập và khám phá, SEZ có vai trò thu hút FDI và thí nghiệm chính sách. Giai đoạn 2 (1992-1999) SEZ các khu ven biển phát triển mạnh nhất, tỉnh nào cũng có ít nhất một SEZ. Giai đoạn 3 (2000-2007) SEZ bắt đầu phát triển trong các khu vực đất liền, hướng về trung tâm và phía Tây và các khu vực ít phát triển hơn. Tuy nhiên từ 2008, SEZ đã phát triển sang giai đoạn 4 với chính sách thuế mới không còn phân biệt cho các doanh nghiệp FDI ở trong và ngoài SEZ. Chính sách thuế mới thực hiện chung cho toàn bộ nền kinh tế, đồng thời với việc tiến hành nâng cấp các khu kinh

tế khác. SEZ thế hệ thứ tư không đơn thuần là nơi thí nghiệm chính sách như thế hệ thứ nhất mà tập trung vào phát triển các ngành công nghệ cao làm tăng gia tăng chuỗi giá trị toàn cầu cũng như tập trung thu hút những tài năng kiệt xuất đẳng cấp quốc tế.

### 3. Cạm bẫy đặc khu tàng long

- Những khu vực biệt lập mênh mông của Trung Quốc thường được các nhà nghiên cứu SEZ của World Bank xem như là kinh điển về việc coi SEZ giống như phòng thí nghiệm các chính sách tài chính, lao động, thậm chí cả chính sách định giá, sau đó nếu thành công sẽ áp dụng cho cả nước. Tuy nhiên nhận định này chỉ đúng với thế hệ thứ nhất SEZ Thâm Quyển, Chu Hải, Sán Đầu và Hạ Môn. Đây là nơi thí nghiệm chính sách bằng việc phân công với ý đồ rất cụ thể: SEZ Thâm Quyển sát cạnh Hong Kong, Chu Hải gần với Macau, Hạ Môn ngó qua Đài Loan (việc chọn vị trí địa lý cho các SEZ thế hệ thứ nhất là đặc điểm quan trọng nhất). Thế hệ SEZ thứ hai thập niên 90 không còn ưu tiên các thí nghiệm chính sách mà tập trung vào phát triển các vùng chiến lược. Thế hệ thứ ba các SEZ hầu như không còn xem vị trí địa lý là ưu tiên hàng đầu mà tiếp cận có định hướng theo từng tình huống như liên kết giữa nông thôn-thành thị hay liên kết giữa các trung tâm văn hóa, chính trị, xã hội giữa các vùng miền với nhau. [3].
- Tuy nhiên, các quốc gia khi học tập mô hình SEZ Trung Quốc thường được bảo ban hướng về thế hệ thứ nhất với *trọng tâm chọn địa điểm tại các vùng biển*. Trước việc các quốc gia Châu Phi như Ai Cập, Ethiopia và Zambia hoài nghi, Trung Quốc dùng ngôn ngữ “*Người đầu tiên ăn cua*” của Trung Hoa để thuyết phục. [phát triển SEZ bao giờ cũng là chuyện khó khăn, bất định, chỉ dành cho những kẻ hảo hán, chú thích người viết]. Lãnh đạo các nước đã được đả thông tư tưởng bằng các chuyến tham quan học tập kinh nghiệm mô hình SEZ Trung Quốc. SEZ Trung Quốc xuất khẩu sang Châu Phi được ví như mô hình đàn siêu bay hay còn gọi là mô hình “*đặc khu tàng long*” (Hidden Dragon SEZ). [4].

### 4. Nhìn toàn cục, thay cho lối tư duy cục bộ

Phương pháp chính thống đánh giá tác động của SEZ dựa trên mô hình mậu dịch quốc tế (hiệu ứng tĩnh), bao gồm tạo công ăn việc làm, thu hút FDI, thu hút ngoại tệ và tạo ra giá trị kinh tế gia tăng. Phương pháp chính thống chỉ xem SEZ như là lựa chọn chính sách tốt thứ hai, đứng sau quá trình tự do hóa toàn bộ nền kinh tế. Phương pháp hiện đại hơn, ngược lại, xem SEZ như là một xúc tác dẫn tới tăng trưởng chung cho tổng thể nền kinh tế (hiệu ứng động).

Gần đây, cách tiếp cận hiệu ứng động hầu như thống lĩnh trong các công trình nghiên cứu SEZ. Dựa trên lý thuyết tăng trưởng nội sinh và lý thuyết thể chế mới, cách tiếp cận hiệu ứng động xem hiệu ứng lan tỏa và các lợi ích của SEZ phải vượt khỏi hàng rào của một ốc đảo độc lập thông qua mối liên kết ngược trở lại với các doanh nghiệp nội địa, phát triển vốn con người, đổi mới công nghệ và cải cách thể chế ở nước chủ nhà. Trong khi tỷ lệ tăng trưởng chung của Trung Quốc vẫn còn ở tốc độ cao thì giữa thập niên 2000 tỷ lệ tăng trưởng tất cả các SEZ có xu hướng ổn định, thậm chí thấp hơn tốc độ tăng trưởng chung và cuối cùng là hội tụ về tốc độ tăng trưởng quốc gia. Chỉ có duy nhất SEZ công nghệ cao là phát triển vượt các SEZ còn lại. [5].

## 5. Cách ly hoàn toàn khỏi tư duy quá khứ

- Không khác gì các nước Châu Phi, các quốc gia Châu Á cũng xem SEZ như là phòng thí nghiệm thể chế. Vấn đề là một khi các kinh nghiệm này áp dụng chung cho cả nước thì SEZ ngày càng mất dần vai trò. 1% tăng trưởng xuất khẩu của SEZ góp phần tăng 0,44% GDP nhưng giảm dần theo tốc độ tự do hóa nền kinh tế. SEZ thiết lập vào thập niên 70-80 thành công do phù hợp với thời gian bấy giờ nhưng phần lớn không còn đóng góp nhiều vào tạo công ăn việc làm, xuất khẩu và tăng trưởng trong giai đoạn hiện tại. Những dự địa còn lại để SEZ thành công trong tương lai ngày càng giảm dần và chỉ thích hợp cho những ý tưởng xem SEZ như là chôn đầu tư mạo hiểm của giới tư bản. SEZ chỉ là lựa chọn chỉ khi nào mức sinh lợi rất lớn đủ để bù đắp thiệt hại trong trường hợp SEZ thất bại. Nguyên nhân cốt lõi dẫn đến thất bại của SEZ trên thế giới là do thiếu hiểu biết. Đừng trả giá vì thiếu hiểu biết là hàm ý chính từ báo cáo của ADB cho các quốc gia lựa chọn phát triển SEZ bằng mọi giá. [6].
- Không có bất cứ công thức thành công chung nào cho SEZ. Nhưng không phải cứ tìm các khu ven biển để thiết lập SEZ là thành công. Thất bại điển hình nhất của việc chọn địa điểm theo cách này là trường hợp SEZ Calabar tại vùng biển đông nam Nigeria. SEZ Calabar thất bại do chọn địa điểm với thiên hướng mạnh về tính toán tác động kinh tế chỉ ở trạng thái tĩnh (ngắn hạn) mà không chú ý đến tính kết nối của SEZ với các tuyến đường hàng hải chính và với các trung tâm vận chuyển quốc gia (hiệu ứng động). Nguyên nhân thất bại còn do việc các cơ quan quản lý trung ương và địa phương luôn xảy ra xung đột lợi ích cũng như chính phủ vẫn tiếp tục can thiệp vào hoạt động của SEZ Calabar. [7].
- Nhiều quốc gia lập ra SEZ với danh mục các ngành nghề ví như nôi lều thập cẩm làm cho các nhà đầu tư ngao ngán (các trường đại học đẳng cấp quốc tế với các khu công nghệ cao, các khu sản xuất và sòng bạc trong một SEZ?). Với hội chứng SEZ phát triển như năm hiện nay, muốn thành công các quốc gia cần tạo ra SEZ thế kỷ 21 với

tư duy phát triển cách ly hoàn toàn với những thành quả của thế kỷ trước; và SEZ chẳng những phải trở thành một khối chung cho nền kinh tế mà còn phải vươn ra toàn cầu. Để làm được như vậy, chính phủ Hàn Quốc từ đầu năm 2013 thông báo kế hoạch thành lập hệ thống các mini-SEZ, thay cho tư duy phổ biến thế kỷ 20 là thiết lập SEZ với diện tích lớn và biệt lập với các tỉnh thành phố lớn. Phần lớn các SEZ của Ấn Độ cũng là các mini-SEZ. [8].

## 6. Rủi ro chủ quyền từ thỏa thuận hoán đổi nợ thành SEZ

- Tại sao các chính phủ quá kỳ vọng SEZ? Điều hành yếu kém của chính phủ dẫn đến nợ quốc gia tăng quá mức là một trong những lý do sùng bái SEZ. Tạo ra SEZ (tăng nguồn thu ngân sách) chữa trị các căn bệnh thực ra chỉ chữa chứng chứ không trị bệnh từ gốc. Lập ra SEZ chỉ càng chứng minh thêm rằng đó là sự lựa chọn của thất bại, rằng điều này chỉ nói lên sự lên ngôi của tư bản thân hữu. Việc chính phủ Sri Lanka nhượng cảng chiến lược nước sâu Hambantota cho Trung Quốc để xóa khoản nợ 1,12 tỷ đô la được gọi là hình thức hoán đổi nợ chủ quyền thành SEZ. Hoán đổi nợ thành cổ phần là chiêu bài ngoại giao bẫy nợ vô cùng nguy hiểm được Trung Quốc áp dụng đối với nước chủ nhà có từ thập niên 1980 ở khu chế xuất gần thành phố San José của Costa Rica. Các nhà phát triển SEZ Trung Quốc mua lại nợ chủ quyền (trái phiếu chính phủ) với giá chiết khấu từ một đối tác thứ ba. Sau đó họ thỏa thuận với Ngân hàng trung ương xóa nợ, đổi lại họ nhận được một địa chỉ tốt trong SEZ. Ngày nay Sri Lanka, Costa Rica, Hy Lạp, Venezuela và Zimbabwe là những trường hợp điển hình về hoán đổi nợ chủ quyền thành sở hữu đất trong SEZ. [9].
- Ngoài ra, giá đất tăng cao tại SEZ là một trong những nguyên nhân chính khiến cho chính phủ và giới đầu tư rất yêu thích SEZ. Chẳng hạn, từ một làng chài, giá đất tại SEZ Thâm Quyển tăng gần 5000 phần trăm trong 30 năm. Các nhà phát triển SEZ chấp nhận rủi ro cao với tỷ suất sinh lợi vượt mức sẽ chào mời các kế hoạch phát triển SEZ với đẳng cấp quốc tế, bước đầu để chinh phục niềm tin của nước chủ nhà. Nhưng, sau đó là các trò chơi thỏa thuận hoán đổi nợ chủ quyền thành SEZ. [10].
- Tóm lại, muốn biết một nền kinh tế bị biến dạng đến đâu hãy cứ nhìn vào SEZ. Thay vì quốc gia định nghĩa SEZ, thì SEZ định nghĩa ngược trở lại quốc gia đó như thế nào: SEZ để làm gì? Cho ai? Học kinh nghiệm của ai? Cục diện địa-chính trị thế giới hiện tại liên quan gì đến SEZ? Cần lưu ý khuynh hướng SEZ chỉ ưu tiên phục vụ cho mục đích chính trị và chỉ là một trò chơi (gamble); và rằng quốc gia nào không cần đến khu kinh tế đặc biệt mới chính thật sự đặc biệt. [11].

## PHẦN 2: MỘT SỐ VẤN ĐỀ CẤP BÁCH PHÁT TRIỂN ĐẶC KHU KINH TẾ THỂ HỆ MỚI VÀ TRUNG TÂM TÀI CHÍNH QUỐC TẾ VIỆT NAM

### 1. Sự cần thiết của Luật đặc khu thể hệ mới, tại sao?

Ông Nguyễn Chí Dũng, Bộ trưởng Kế hoạch & Đầu tư, cho biết hiện giờ là thời cơ vàng nghìn năm để Việt Nam thành lập trung tâm tài chính quốc tế; TP.HCM hay Đà Nẵng cần sớm lập đề án báo cáo **Chính phủ, Bộ Chính trị [12]**. Xem ra quyết tâm hình thành trung tâm tài chính quốc tế Việt Nam sắp thành hiện thực với phát biểu của ông Nguyễn Chí Dũng. Vấn đề là điểm xuất phát nên bắt đầu từ đâu?

Nhiều trung tâm tài chính quốc tế ở các nền kinh tế mới nổi ngày nay là một phần không thể thiếu của khu kinh tế đặc biệt (SEZ). Chẳng hạn như mô hình trung tâm dịch vụ tài chính quốc tế (IFSC) nằm trong đặc khu đa mục đích - thành phố công nghệ tài chính quốc tế Gujarat (GIFT City) – dựa trên 2 điều khoản 18 và 55 đạo luật SEZ 2005 của Ấn Độ [13]. (Tham khảo thêm các mô hình khác của Trung Quốc và Tiểu vương Quốc Ả Rập Thống Nhất). Trong xu thế cách mạng 4.0, các nước đang phát triển càng phải hướng về các SEZ thể hệ mới thuộc về công nghệ cao, tài chính, du lịch, môi trường, tái tạo đô thị, vượt ra ngoài các hoạt động sản xuất chiếm nhiều đất đai, thâm dụng lao động trong các ngành sản xuất và thương mại của các SEZ truyền thống [14].

Dựa trên cách tiếp cận này, tác giả cho rằng Việt Nam cần đặt trọng tâm phát triển các SEZ thể hệ mới theo mô hình khu kinh tế tự do kỹ thuật số (DFTZ).

### 2. TP.HCM là nơi lý tưởng cho DFTZ và trung tâm tài chính quốc tế Việt Nam

Với dân số gần 100 triệu dân, được thế giới đánh giá có tiềm năng trở thành trụ cột công nghệ của khu vực với “kỳ lân” đầu tiên là VNG với giá thị trường ước tính 2,2 tỷ đô la cùng với nhiều startup công nghệ đáng gờm khác (FastGo, Abivin, Logivan, VNPay); tiềm năng này đang chứng kiến làn sóng các quỹ đầu tư mạo hiểm tràn vào Việt Nam [15]. Tuy nhiên, những bất cập trong các quy định nghiêm ngặt về tài chính, chứng khoán đã khiến cho các làn sóng đổi mới công nghệ và các nguồn đầu tư mạo hiểm tài trợ cho chúng gặp nhiều hạn chế nếu không có những “khu đặc biệt” dung nạp. Đã đến lúc Việt Nam phải cần đến cơ chế đột phá để tạo ra các DFTZ. Với thiên thời, địa lợi, nhân hoà, **TP.HCM hội đủ nhiều điều kiện lập ra một khu tài chính đặc biệt cho một vụ nổ lớn hình thành thành phố (trung tâm) tài chính, công nghệ, đổi mới sáng tạo đẳng cấp quốc tế [16]**.

### 3. DFTZ và an ninh chủ quyền kinh tế số

Ruchir Sharma, chiến lược gia trưởng toàn cầu của Morgan Stanley Investment Management và cũng là tác giả quyển sách nổi tiếng “Quốc gia thăng trầm”, cho rằng chỉ

có công nghệ, mới có thể cứu các nền kinh tế mới nổi thoát khỏi tăng trưởng trì trệ. Dubai là một trung tâm tài chính quốc tế hàng đầu với một khu tự do rộng 110 hecta, với các hệ thống bán lẻ, khách sạn có các hồ bơi vô cực và nhiều biệt đãi. Tuy nhiên chúng đang dần bị đánh bại bởi làn sóng Covid-19 và thay đổi hành vi của các nhà đầu tư và người dân hậu đại dịch [17]. Trong khi đó, Romania đã từng là một đất nước ít được chú ý đến, điện cúp thường xuyên, với các cửa hàng gần như vắng khách. Điều đó càng làm cho đất nước này nổi bật hơn khi vào tháng 2/2021, UiPath, một công ty công nghệ thành lập tại Bucharest, đã gây chấn động khi vừa huy động thêm vốn ở New York với mức vốn hoá thị trường 35 tỷ đô la. [18].

Với khả năng và nội lực của mình chúng ta hoàn toàn có thể tự tạo ra các kỳ lân công nghệ như UiPath [15,19]. Tuy nhiên, trong kỷ nguyên số, các quốc gia phải tương thuộc lẫn nhau thì càng phải đặc biệt chú ý đến vấn đề an ninh quốc gia. Mô hình DFTZ của Malaysia (với đối tác Trung Quốc) hình thành vào tháng 3/2017 đã mang lại những thành quả vô cùng ấn tượng khi góp phần tạo ra tăng trưởng kinh tế cao, nhiều công ăn việc làm, hỗ trợ hiệu quả các doanh nghiệp vừa và nhỏ và thu hút thêm nhiều nhà đầu tư nước ngoài (chủ yếu người Trung Quốc) vào Malaysia; tuy nhiên đứng trên quan điểm quốc phòng, nước này đang phải đương đầu với nhiều lựa chọn đầy bất trắc [20]. Theo các cơ quan an ninh Hàn Quốc, khoảng 70% rò rỉ công nghệ của họ giai đoạn 2014-2019 đến từ Trung Quốc [21].

Để đối trọng với Trung Quốc, Hội đồng quan hệ đối ngoại Mỹ (CFR) đề nghị chính quyền cũng nên lập ra một DFTZ tương tự với nhiều đối tác Châu Á [22]. Tuy nhiên, điều thông minh cho các quốc gia là không nên chọn bên, các nước ASEAN nên chào đón cả các công ty công nghệ Trung Quốc lẫn Mỹ [23]. Cuối năm 2020, Trung Quốc công bố thành lập khu thương mại tự do (FTZ) Bắc Kinh như là nơi lý tưởng nhất cho một “trung tâm đổi mới khởi nghiệp toàn cầu” với việc tập trung vào thanh toán kỹ thuật số. Thậm chí, Ngân hàng trung ương Trung Quốc còn thiết lập khu vực tiền tệ kỹ thuật số pháp định và hệ thống tài chính số tại FTZ Bắc Kinh [24].

Tuy nhiên, về cách tiếp cận, Campuchia lại quyết chọn một công ty fintech của Nhật để phát triển đồng Bakong kỹ thuật số cho ngân hàng trung ương. An ninh quốc gia, chủ quyền kinh tế-tiền tệ số luôn được xem là yếu tố sống còn đối với các DFTZ và trung tâm tài chính quốc tế tương lai. Cách tiếp cận của Campuchia không phải không có giá trị cho các nhà hoạch định chính sách cân nhắc.

#### **4. Tối ưu hoá toàn bộ hệ thống dịch vụ chọn nhân tài**

Bàn về DFTZ mà chỉ đề cập đến khía cạnh kỹ thuật thì vẫn chưa đủ. Cần đặc biệt chú ý quy trình tối ưu hoá dịch vụ tuyển chọn tài năng, tiếp cận, thu hút và giữ chân những tài



năng kiệt xuất toàn cầu. Vương quốc Anh trong khi đặt ra các chính sách miễn giảm thuế lĩnh vực R&D, thay đổi triệt để các quy tắc niêm yết trên thị trường chứng khoán, lập ra một trung tâm tài chính, đổi mới và công nghệ và một quỹ tăng trưởng do tư nhân tài trợ (được chính phủ bảo trợ và điều phối) nhưng vẫn không quên đặt trọng tâm chính vào quy trình tuyển chọn nhân tài để tạo ra một vụ “nổ lớn fintech” nhằm bảo đảm Anh vẫn là trung tâm tài chính quốc tế hàng đầu [25].

Hoặc chí ít, cũng bằng một “bước đi nhỏ” của Nhật: thuê 500 chuyên gia công nghệ kiệt xuất toàn cầu làm việc trong khu vực công để chuẩn bị cho quá trình chuyển đổi số của chính phủ, họ tin rằng số hoá chậm trễ là nguyên nhân quan trọng dẫn đến tiềm năng tăng trưởng thấp bấy lâu nay, bây giờ hoặc không bao giờ để số hoá nền kinh tế [26].

Việt Nam tuyển chọn tài năng am hiểu máy tính và thông thạo cả tài chính-ngân hàng cho lĩnh vực fintech chỉ trong số 100 triệu dân hay hướng đến 8 tỷ dân số toàn cầu? Chỉ tính riêng các nước khu vực xung quanh, với cơ chế thu hút tài năng và chiến lược quốc gia đầy tham vọng về kinh tế số, cộng với việc quá trình số hoá được thúc đẩy bởi đại dịch Covid-19, nhiều startup huy động vốn đạt mức kỷ lục chưa từng có, lên đến 47 tỷ đô la trên thị trường tài chính toàn cầu, chỉ riêng trong quý 1/2021 [27].

Chỉ tính riêng các nước ASEAN, nhiều quốc gia đã biết tối ưu hoá toàn bộ hệ thống quá trình tuyển chọn tài năng [28], bằng cách phân tích dự đoán để nhận diện và dự báo nơi nào sẽ dồi dào và khan hiếm tài năng, cách tài năng thay đổi công việc và thậm chí ai sẽ rời đi và khi nào; đến lượt chính quyền, khi dữ liệu chính xác, cập nhật và dễ tiếp cận hơn, họ có thể khai thác các phân tích dự đoán để đánh giá xu hướng tốt hơn trong thị trường lao động của nước mình; chính phủ cũng dựa vào các dữ liệu này để đặt ra các chính sách thu hút nhân tài.

Trong khi đó, trong các phát biểu đầy cảm hứng của các nhà làm chính sách về tham vọng Việt Nam trở thành cường quốc công nghệ hàng đầu, hoàn toàn không thấy bất kỳ hàm ý nào về chính sách đặc biệt để thu hút các tài năng đẳng cấp quốc tế [19]. Công việc cấp bách đối với các nhà hoạch định chính sách nước ta là phải nhanh chóng đặt ra một quy trình tối ưu hoá tuyển chọn tài năng quốc tế từ kinh nghiệm thành công của các nước cho các chiến lược phát triển của mình.

## **5. Không chọn bên nhưng biết chọn khoảng trống cho DFTZ**

“Sự tách rời vĩ đại” Mỹ-Trung là cơ hội để các nước tranh thủ lấp đầy. Ngoài các vấn đề liên quan đến công nghệ, dịch chuyên chuỗi cung ứng, có 2 khoảng trống mà nếu có các DFTZ, Việt Nam có thể tận dụng tốt.

Trước tiên là **tận dụng các đổi mới tài chính** đang trở thành cơn sốt toàn cầu, từ hậu quả của chính sách lãi suất thấp (thậm chí âm), thị trường chứng khoán liên tục ở mức đỉnh kỷ lục mọi thời đại, sự lạc quan kinh tế hồi phục, quá trình chuyển đổi số đang diễn ra nhanh chóng trên nhiều lĩnh vực và dòng tiền khổng lồ đang lưu chuyển tự do.

Tất cả điều này đã dẫn tới bùng nổ các “công ty mua lại có mục đích đặc biệt” (SPAC) nhằm rút ngắn thời gian nhanh hơn và thuận lợi hơn để các công ty tư nhân được niêm yết đại chúng (dù còn một số nhược điểm nhưng nếu chỉnh sửa lại, theo *The Economist*, đổi mới tài chính SPAC là công cụ rất hữu ích). Tại Đông Nam Á, Grap đang chuẩn bị thương vụ niêm yết trị giá 40 tỷ đô la tại Mỹ thông qua SPAC. Chỉ tính riêng trong tháng 3/2021, các giao dịch vốn toàn cầu đạt 1,4 ngàn tỷ đô la, mức tăng cao nhất 2 thập kỷ là do sự cuồng nhiệt đến từ các thương vụ SPAC; Đông Nam Á, với sự bùng nổ các startup, đang được xem là điểm đến lý tưởng của SPAC; Hàn Quốc, Malaysia chính thức cho phép SPAC niêm yết trên sàn chứng khoán; trong khi Hong Kong, Singapore đang cân nhắc các cách tiếp cận khác nhau để SPAC trở thành động lực cho tăng trưởng kinh tế; hoặc nói lỏng các quy tắc niêm yết tạo thuận lợi cho sự ra đời của các công ty công nghệ. [29].

Tranh thủ cơ hội, đặc khu kinh tế GIFT City của Ấn Độ vừa bổ sung thêm các quy tắc mới cho phép các giao dịch SPAC [30]. Anh cũng đang cân nhắc thay đổi các quy tắc niêm yết chứng khoán để trở thành “vương quốc SPAC” toàn cầu nhằm giữ vị thế hàng đầu cho trung tâm tài chính quốc tế của mình [25].

DFTZ với các khu vực kinh tế-tài chính đặc biệt giờ đây không đơn thuần là nơi thí điểm cải cách thể chế như cách hiểu trước đây mà thực sự trở thành công cụ linh hoạt tận dụng hiệu quả ngay lập tức bất kỳ bùng nổ nào tạo ra từ các bất định toàn cầu để thu hút nguồn vốn khổng lồ đang luân chuyển. Ngoài ra, DFTZ còn là **thể chế tập hợp tài năng toàn cầu**. Sự bất ổn của trung tâm tài chính quốc tế Hong Kong là động lực người Anh đề xuất các quy định mới thu hút tài năng [25]. Đài Loan có nhiều tài năng công nghệ trẻ nhưng thiếu tinh thần khởi nghiệp, đại dịch Covid-19 [31] bỗng nhiên biến họ thành nơi tiếp nhận trào lưu các chuyên gia công nghệ Mỹ đến khởi nghiệp; đột nhiên họ có các tài năng kiệt xuất quốc tế đến hỗ trợ các tài năng khởi nghiệp trẻ trong nước tiếp cận văn hoá khởi nghiệp để biến nơi đây thành “thung lũng Silicon Châu Á”; họ đang nói lỏng quy chế nhập cảnh để thu hút tài năng quốc tế, hỗ trợ 100 ngàn đô la cho các tài năng trẻ dám bỏ học 2 năm để theo đuổi công ty khởi nghiệp. Cuối năm 2020, Trung Quốc lập ra các FTZ Bắc Kinh, Hồ Nam và An Huy, trong đó ưu tiên nhấn mạnh đến trách nhiệm của các cấp trong khâu tuyển chọn nhân tài quốc tế [24].

Là một nền kinh tế quá an toàn trước đại dịch (trong khi con người vẫn chưa thể biết được liệu đại dịch khi nào kết thúc), hệ thống chính trị ổn định, có nhiều tài năng công nghệ trẻ trong và ngoài nước, Việt Nam có quá nhiều thuận lợi tạo ra cơ chế vượt trội thu

hút tài năng. Ngày nay, ngoài cái gọi là Amazon của Trung Quốc, còn có rất nhiều Amazon của Nga, Ba Lan, Mỹ Latinh; còn các công ty nội địa thì thống lĩnh thị trường tìm kiếm của Nga, gọi xe ở Indonesia, thậm chí thanh toán kỹ thuật số ở tận...Kenya. Các chuyên gia nhận định rằng, đó cũng chính là do họ biết cách thu hút, sử dụng và giữ chân tài năng.

Giờ là lúc không thể nào tốt hơn, chúng ta cần phải tỉnh táo xác lập tầm nhìn dài hạn trong một thế giới ngắn hạn, tận dụng thời cơ vàng thiết lập thể chế vượt trội tại các DFTZ. Không chọn bên nhưng phải nhanh nhạy và quyết đoán chọn khoảng trống thu hút nguồn vốn và tài năng toàn cầu được tạo ra bởi đại dịch và căng thẳng giữa các cường quốc.

## **6. Tích hợp các lợi thế, thay vì nguy cơ cuộc đua xuống đáy**

Cho đến giờ, nếu tính đến Vân Đồn cũng có tham vọng trở thành trung tâm tài chính quốc tế [32], chỉ trên lãnh thổ Việt Nam có thể có đến 3 tỉnh, thành có đề án thành lập trung tâm tài chính quốc tế. Ý tưởng lãng mạn có phải lúc nào cũng luôn khả thi?

Các chuyên gia tài chính và nhà đầu tư ví một liên minh Châu Âu (EU) với 27 quốc gia cạnh tranh và chông lán nhau trong dịch vụ tài chính cũng giống như 27 đường kẻ trên một trang giấy chật hẹp. Chính điều này khiến cho Paris, Frankfurt, Brussels khó thay thế được London với tư cách là trung tâm tài chính quốc tế hàng đầu [33]. Việt Nam với 3 trung tâm tài chính quốc tế, càng chật chội hơn, trông giống như 3 đường kẻ, không phải trên một trang mà chỉ là một phần nhỏ của mảnh giấy hẹp chiều dài hình chữ S. Liệu trước mắt có nên tập trung toàn bộ nguồn lực để có một trung tâm tài chính đẳng cấp quốc tế hoặc một cuộc đua xuống đáy? Việc SEZ Thâm Quyển ngày càng bỏ xa các SEZ khác của Trung Quốc [34] là bài học kinh nghiệm không thể giá trị hơn cho chúng ta trong việc phát triển ào ạt các trung tâm tài chính quốc tế và các SEZ.

Để tránh cuộc đua xuống đáy, một gợi ý đáng cho chúng ta nghiên cứu là mô hình phân công và tích hợp giữa 3 FTZ Bắc Kinh, Hồ Nam và An Huy nhằm tận dụng các lợi thế của từng nơi về phát triển khoa học, công nghệ và môi trường kinh doanh quốc tế hoá cao của chúng để thu hút thêm chẳng những các nhà đầu tư quốc tế mà còn trong nước [35]. Nếu làm được điều này, các thành phố tài chính, công nghệ và đổi mới sáng tạo tương lai của Việt Nam như TP.HCM, Đà Nẵng, Vân Đồn sẽ hợp lực cùng nhau để chuyển đổi rủi ro từ một cuộc đua xuống đáy thành cuộc đua cùng nhau lên đỉnh.

Không có một hành tinh thứ hai để sinh sống cho sự vô ý thức tàn phá môi trường của con người. Cũng không còn bao nhiêu đất đai, biển đảo cho các DFTZ tương lai ở những nơi tuyệt đẹp trên dãy đất hình chữ S để chúng ta bắt cần. Việc TP.HCM đã bỏ qua cơ hội ngàn năm biến “Cảng Ba Son đặc biệt” thành “khu đô thị sáng tạo Sài Gòn” và là khu đô thị sáng tạo thứ 2 ở ASEAN sau Singapore thay vì xây dựng các cao ốc,

theo đề xuất của Tổ chức Phát triển Công nghiệp Liên hiệp quốc (UNIDO) [36], chỉ nên là sai lầm duy nhất không thể lặp lại ở bất kỳ địa phương nào.

Phát triển các khu vực hướng về công nghệ như các DFTZ và hình thành trung tâm tài chính quốc tế Việt Nam là mục tiêu đáng để theo đuổi và là hướng đi phù hợp trong một thế giới đang thay hình đổi dạng quá nhanh và khó đoán định.

### Tài liệu tham khảo

- [1] Warr and Menon, 2015. Cambodia's Special Economic Zones. *ADB Economics Working Paper Series*.
- [2] Herlevi, 2017. Shenzhen: Model or Anomaly? China's National-Level Special Economic Zone Programs in Comparative Context. *web.isanet.org*.
- [3] Xiao Wang, 2013. The Role of Economic Development Zones in National Development Strategies: The Case of China. *RAND Corporation*.
- [4] Brautigam and Tang, 2014. "Going Global in Groups": Structural Transformation and China's Special Economic Zones Overseas. *World Development*.
- [5] Yuan Yiming, 2017. The Dynamic Evolution of China's Special Economic Zones and Their Practice. Research Series on the Chinese Dream and China's Development Path. *Springer, Singapore*.
- [6] Asian Economic Integration Report, 2015: How Can Special Economic Zones Catalyzed Economic Development? *Asian Development Bank (ADB)*.
- [7] Norman, 2014. Have 'Special Economic Zones' Entered the 21st Century Yet? A Tale of Two Cities. *The World Bank*.
- [8] Martin Norman, 2013. Have 'Special Economic Zones' Entered the 21st Century Yet? Separating from the pack may require breaking free from the past. *Site Selection Magazine*.
- [9] Frazier, 2018. How Special Economic Zones Will Reshape Global Governance. *Chapman Law Review. Book: Chapman Law Review, chapter 23*.
- [10] Frazier, 2013. What's next for the special economic zones? *Cayman Financial Review Magazine*.
- [11] Special economic zones – Not so special. *The Economist, 4/2015*.
- [12] Bộ trưởng Nguyễn Chí Dũng: Giờ là lúc làm trung tâm tài chính quốc tế. *Vnexpress, 19/1/2021*.
- [13] International Financial Service Centre (IFSC). [http://www.arthapedia.in/index.php?title=International\\_Financial\\_Service\\_Centre\\_\(IFSC\)](http://www.arthapedia.in/index.php?title=International_Financial_Service_Centre_(IFSC))
- [14] World Investment Report: Key Messages and Overview-Special Economic Zones. UNCTAD/WIR/2019.
- [15] [15] Vietnam's VC boom takes off. *The Financial Times, 24/7/2019*.

- [16] Trần Ngọc Thơ, 2019. Cần “một vụ nổ lớn” để hình thành một trung tâm tài chính quốc tế của Việt Nam. *Báo Đầu Tư*, 17/7/2019.
- [17] Can Dubai enter the premier league of financial centres? *The Economist*, 8/2020.
- [18] We are entering the era of e-globalisation. *The Financial Times*, 2/2021.
- [19] Toàn văn phát biểu của Bộ trưởng Nguyễn Mạnh Hùng tại Đại hội lần 5 của VINASA. *Vietnamnet*, 19/3/2021.
- [20] The China-Malaysia Digital Free Trade Zone: National Security Considerations. *The Diplomat*, 6/2020.
- [21] Samsung races to guard its secrets as China rivals close in. *Asia Nikkei*, 2/2021.
- [22] The U.S. Should Create a Digital Trade Zone to Counter China. *Council on Foreign Relations, Report* 9/2020.
- [23] Facebook to build submarine cables linking US and Indonesia. *The Financial Times*, 3/2021.
- [24] China's New Free Trade Zones: A Pivot Inward? *CSIS*, 10/2020.
- [25] Fast-track visa in FinTech's 'Big Bang' growth plan. *Dailybusiness*, 26/2/2021.
- [26] Japan to recruit tech experts for new digital agency. *S&P Global Market Intelligence*, 14/9/2020.
- [27] Asia tech groups tap global equity markets at record pace. *The Financial Times*, 3/2021.
- [28] The Future of Work Across ASEAN - Policy Prerequisites for the Fourth Industrial Revolution. *The Asia Foundation*, 2/2020.
- [29] Hong Kong, Singapore adopt divergent approaches to SPACs as deals heat up. *S&P Global Market Intelligence*, 2/3/2021.
- [30] Consultation Paper on Proposed International Financial Services Centres Authority (Issuance and Listing of Securities) Regulations, 2021. <https://pib.gov.in/PressReleaseDetail.aspx?PRID=1703854>
- [31] Covid-19 brings wave of US tech entrepreneurs to Taiwan. *The Financial Times*, 13/4/2021.
- [32] Năm 2030, Vân Đồn thành trung tâm tài chính châu Á - Thái Bình Dương. *Vnexpress*, 14/1/2019.
- [33] UBS chairman backs London to remain Europe's top financial centre. *The Financial Times*, 12/2020.
- [34] Shenzhen's success overshadows China's other special economic zones. *Nikkei Asia*. 11/2020.
- [35] 'Digital economy' ready to power FTZ in Beijing. [http://english.www.gov.cn/policies/policywatch/202009/25/content\\_WS5f6d26a1c6d0f7257693ca4d.html](http://english.www.gov.cn/policies/policywatch/202009/25/content_WS5f6d26a1c6d0f7257693ca4d.html)
- [36] Economic Zones in Asean: Industrial Parks, Special Economic Zones, Eco Industrial Parks, Innovation Districts as Strategies for Industrial Competitiveness. *UNIDO Country Office in Viet Nam, August 2015*.

# 12.

## MẪU HÌNH ĐẶC KHU KINH TẾ VÀ THIẾT KẾ CHIẾN LƯỢC PHÁT TRIỂN KINH TẾ VỚI SỰ HỖ TRỢ CỦA CÁC ĐẶC KHU KINH TẾ

Nguyễn Hoàng Thụy Bích Trâm\*

Trần Thị Thùy Linh\*

### Tóm tắt

*Bài tham luận tập trung phân tích về mẫu hình đặc khu kinh tế lý tưởng và qua đó thiết kế chiến lược phát triển kinh tế với sự hỗ trợ của những đặc khu này. Một mẫu hình đặc khu kinh tế lý tưởng là một mẫu hình đặc khu trong đó có sự hỗ trợ phát triển của các công ty đa quốc gia. Tuy nhiên, đặc khu kinh tế cũng chỉ là công cụ chứ không phải giải pháp cho tăng trưởng kinh tế. Nó không thể thay thế cho một tập hợp các chính sách đồng bộ giữa việc thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) và phát triển nền kinh tế quốc gia. Vì vậy, chính sách đặc khu cần được liên kết chặt chẽ với chính sách công nghiệp và thương mại. Một chính sách đặc khu được xem là hợp lý khi nó không những quan tâm đến việc thu hút vốn đầu tư nước ngoài mà còn nâng cao tính gắn kết địa phương của các công ty đa quốc gia. Việc thu hút vốn nước ngoài cũng cần tập trung cả về số lượng và chất lượng của dòng vốn quốc tế. Chất lượng đầu tư phụ thuộc vào các yếu tố như động lực đầu tư, quyền tự chủ của các chi nhánh, và những điều này sẽ tác động trực tiếp đến tiềm năng liên kết và lan tỏa ra khỏi phạm vi của đặc khu. Do đó, cần tăng cường năng lực của các doanh nghiệp trong nước để tiếp thu sự lan tỏa tri thức và kết nối với các chuỗi giá trị do các công ty đa quốc gia thiết lập là cần thiết. Điều này có thể được thực hiện thông qua nhiều biện pháp can thiệp, từ đầu tư vào vốn nhân lực, công nghệ và khả năng thúc đẩy các cụm công nghiệp tạo điều kiện thuận lợi cho dòng chảy tri thức.*

**Từ khóa:** *Đặc khu kinh tế, chiến lược phát triển kinh tế, công ty đa quốc gia.*

---

\*Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: nhtbtram@ueh.edu.vn

## **1. Đặc khu kinh tế là công cụ hay giải pháp cho tăng trưởng kinh tế và đâu là mẫu hình lý tưởng cho đặc khu kinh tế?**

Đặc khu kinh tế là một công cụ hữu ích cho các nước đang phát triển. Những quốc gia này thường không thể nâng cấp cơ sở hạ tầng, nguồn nhân lực và thể chế trong khuôn khổ của toàn bộ nền kinh tế. Bằng cách cung cấp tài nguyên cho một khu vực giới hạn, các nhà hoạch định chính sách có thể vượt qua nút thắt về nguồn lực và giảm chi phí nâng cấp thay vì phải thực hiện trên quy mô lớn của toàn bộ quốc gia. Ngoài những lợi ích kinh tế mong đợi, một đặc khu kinh tế thành công gửi đi một tín hiệu quan trọng rằng đất nước đang mở cửa kinh doanh. Đặc biệt là khi, nó có thể cung cấp cơ sở hạ tầng cùng với hành lang pháp lý, quản trị hành chính hiệu quả và giá cả cạnh tranh toàn cầu.

Ngày nay, các đặc khu kinh tế tiếp tục phát triển với các hình thức khác nhau, tùy thuộc vào cấu trúc công nghiệp, môi trường thể chế và mục tiêu chính sách mà quốc gia đó hướng tới (Farole và Akinci, 2011) bao gồm các loại như sau:

- Các đặc khu kinh tế hướng đến giảm bớt thất nghiệp. Ví dụ các đặc khu kinh tế của Tunisia và Cộng Hòa Dominica.
- Các đặc khu kinh tế được sử dụng như một phần của chiến lược cải cách kinh tế, đặc biệt là phát triển và đa dạng hóa xuất khẩu, đồng thời giữ các hàng rào bảo hộ tại chỗ. Ví dụ như các đặc khu kinh tế ở Trung Quốc, Hàn Quốc và Mauritius.
- Các đặc khu kinh tế hoạt động như các phòng thí nghiệm để thử nghiệm các chính sách và phương pháp tiếp cận mới. Chẳng hạn như, các đặc khu kinh tế lớn nhất của Trung Quốc, nơi mà các chính sách FDI, luật pháp, đất đai và lao động đã được thử nghiệm trước khi mở rộng sang phần còn lại của nền kinh tế.
- Một số quốc gia đã phát triển các đặc khu kinh tế chuyên về các ngành mà họ có thế mạnh kinh tế. Ví dụ như, các khu chuyên kinh doanh gia công phần mềm tại Philippines. Các công viên công nghệ cao, hàng không vũ trụ và công nghệ sinh học, các khu ươm tạo kỹ thuật số, đang được phát triển ở nhiều quốc gia để tạo ra lợi thế trong các ngành công nghiệp mới. Các khu công nghệ cao như Thành phố Điện tử ở Bangalore của Ấn Độ, hoặc các khu năng lượng tái tạo như Thành phố Masdar ở Abu Dhabi, được sử dụng để theo đuổi mục tiêu đổi mới cụ thể.

**Bảng 1: Bậc thang phát triển của đặc khu kinh tế và những cải tiến trong lợi thế địa lý**

Nhóm nước	Lợi thế của các đặc khu	Mục tiêu chính sách cho các đặc khu	Loại hình đặc khu phổ biến
Các nước thu nhập cao	Lợi thế địa lý do chính phủ tạo ra: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Các chính sách đổi mới mạnh mẽ để thúc đẩy quá trình học tập và nâng cấp</li> <li>▪ Tiếp cận nguồn tài trợ R&amp;D siêu quốc gia.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cung cấp một nền tảng hiệu quả cho chuỗi cung ứng phức hợp xuyên biên giới</li> <li>▪ Tập trung vào việc tránh những biến dạng trong nền kinh tế</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Khu vực chuyên về trung tâm hậu cần (logistics)</li> <li>▪ Hướng đến đổi mới và cách mạng công nghiệp mới thông qua các công viên khoa học mà không cần có khuôn khổ quy định riêng biệt, hoặc các ưu đãi liên kết với các đặc khu.</li> </ul>
Các nước có thu nhập trên trung bình	Lợi thế địa lý chuyên biệt: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kỹ năng tiên tiến về công nghệ và quản lý</li> <li>▪ Các trường đại học và trung tâm nghiên cứu đẳng cấp thế giới</li> <li>▪ Lợi thế về tập hợp các nhóm nhà cung cấp và khách hàng chuyên biệt.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Hỗ trợ chuyển đổi sang nền kinh tế dịch vụ.</li> <li>▪ Thu hút các ngành công nghệ cao mới.</li> <li>▪ Tập trung vào việc nâng cấp khả năng đổi mới</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Các khu công nghệ cao (ví dụ: R&amp;D, CNTT, công nghệ sinh học).</li> <li>▪ Các khu chuyên biệt hướng tới các ngành công nghiệp có giá trị gia tăng cao hoặc trở thành phân đoạn trong chuỗi giá trị toàn cầu.</li> <li>▪ Khu dịch vụ (ví dụ: dịch vụ tài chính)</li> </ul>
Các nước có thu nhập trung bình	Lợi thế địa lý có thể sụt giảm hoặc tăng lên so với các nước có thu nhập thấp.	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Hỗ trợ nâng cấp công nghiệp.</li> <li>▪ Thúc đẩy quá trình hội nhập và nâng cấp các chuỗi cung ứng toàn cầu.</li> <li>▪ Tập trung vào phổ biến và lan tỏa công nghệ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Các khu chuyên biệt tập trung vào các ngành công nghiệp có cường độ kỹ thuật cao (ví dụ: ô tô, điện tử)</li> <li>▪ Khu dịch vụ (ví dụ: gia công hoặc bảo trì cho chuỗi cung ứng toàn cầu)</li> </ul>
Các nước có thu nhập thấp	Lợi thế chủ yếu là: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Nguồn cung lao động lớn, đặc biệt là những lao động không có tay nghề.</li> <li>▪ Nguồn nguyên liệu khoáng sản và nông nghiệp</li> <li>▪ Lợi thế do chính phủ tạo ra:</li> <li>▪ Các chính sách ưu đãi, trợ cấp.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tập trung vào việc làm trực tiếp và lợi ích xuất khẩu.</li> <li>▪ Thu hút các chuỗi cung ứng toàn cầu trong lĩnh vực thâm dụng tài nguyên và lao động.</li> <li>▪ Kích thích phát triển và đa dạng hóa công nghiệp.</li> <li>▪ Bù đắp những điểm yếu trong môi trường đầu tư trong khu vực giới hạn.</li> <li>▪ Thực hiện hoặc thí điểm các cải cách kinh doanh trong một khu vực giới hạn.</li> <li>▪ Tập trung đầu tư vào cơ sở hạ tầng trong một khu vực giới hạn</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Khu vực đa chức năng, thường tập trung vào các hoạt động sử dụng nhiều lao động.</li> <li>▪ Các khu dựa vào tài nguyên nhằm thu hút các ngành công nghiệp chế biến.</li> </ul>

Nguồn: UNCTAD (2019)



Tạo xuất khẩu không còn là tính năng duy nhất của nhiều đặc khu kinh tế. Nhiều hình thức mới đã được phát triển trên khắp thế giới cho các mục đích khác nhau. Một đặc khu kinh tế được cho là lý tưởng khi nó đóng vai trò như một thành phần giúp quốc gia đó theo đuổi chiến lược phát triển trong đó có sự hỗ trợ của các công ty đa quốc gia, hoặc đóng vai trò như một phương tiện để thử nghiệm các biện pháp can thiệp chính sách mới và chính sách công nghiệp (Jeoung và Zeng, 2016). Do đó, đặc khu kinh tế là một công cụ trong kho vũ khí chính sách của một quốc gia để theo đuổi một chiến lược phát triển trong đó có được sự hỗ trợ của các công ty đa quốc gia. Tuy nhiên, chúng vẫn chỉ là một công cụ và không phải là một giải pháp cho những thách thức kinh tế và xã hội mà nền kinh tế phải đối mặt. Ngày nay, hiệu suất và tác động của đặc khu càng được đo lường thông qua năng lực bền vững của nó. Tính bền vững này đã được nhận thức sâu sắc, khi trong thập kỷ qua, các quốc gia đã ra sức kiềm chế tác động tiêu cực của đặc khu đối với cộng đồng và môi trường. Các yếu tố rủi ro về danh tiếng cũng đã thúc đẩy khu vực tư nhân phải tuân thủ các tiêu chuẩn chặt chẽ hơn về môi trường, xã hội và quản trị doanh nghiệp (Zhan, 2018), bởi vì những hành xử không tốt của doanh nghiệp sẽ để lại những hình ảnh không tốt đối với doanh nghiệp.

Nhìn chung, một đặc khu được thiết kế tốt sẽ phát triển cùng với sự thay đổi của các lợi thế so sánh và trình độ phát triển của nền kinh tế cơ bản. Điều này được mô tả trong bậc thang phát triển của đặc khu kinh tế (UNCTAD, 2019). Bậc thang phát triển này có thể giúp ta hiểu rõ về hiệu suất và sự tiến hóa của các đặc khu kinh tế. Chúng được phát triển với các loại hình khác nhau, phù hợp với từng giai đoạn kinh tế.

## **2. Chiến lược phát triển kinh tế có sự hỗ trợ của các đặc khu kinh tế định hướng công ty đa quốc gia**

Sự thu hút các công ty đa quốc gia (thông qua đầu tư trực tiếp nước ngoài – FDI hoặc các hình thức khác) đã trở thành một thành phần quan trọng của chính sách phát triển ở các nước đang phát triển (Lall và Narula, 2004). Các công ty đa quốc gia được xem là một cơ chế để phá vỡ vòng luẩn quẩn của sự kém phát triển, được đặc trưng bởi tỷ lệ tiết kiệm và đầu tư thấp cùng với công nghệ sản xuất kém hiệu quả (Narula, 2014). Các công ty đa quốc gia có thể cung cấp không chỉ các nguồn tài chính mà còn cả công nghệ, bí quyết quản lý và mối liên kết với chuỗi cung ứng toàn cầu (UNCTAD, 2013; Narula và Pineli, 2017, 2019). Sự hiện diện của các doanh nghiệp nước ngoài cũng được kỳ vọng sẽ tạo ra sự lan tỏa đối với các doanh nghiệp trong nước. Do đó, thu hút FDI là một phương tiện để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong khi góp phần chuyển đổi cơ cấu việc làm và sản xuất của nền kinh tế. Tập hợp niềm tin này khiến chính phủ tích cực kêu gọi sự tham gia của các doanh nghiệp FDI để tối đa hóa những ảnh hưởng tích cực.

Vậy liệu hoạt động của công ty đa quốc gia tăng lên thông qua các đặc khu kinh tế có đóng góp vào nền kinh tế của chủ nhà hay không? Điều này còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác nhau, vì vậy việc thiết kế chiến lược phát triển kinh tế cần chú ý đến các vấn đề sau:

***Gia tăng sự gắn bó với địa phương và thiết lập mối quan hệ bền vững với các doanh nghiệp trong nước***

Chuyển giao kiến thức đến các doanh nghiệp địa phương, thu nhận và đào tạo kỹ năng cho người lao động địa phương, và thiết lập mối quan hệ bền vững với các doanh nghiệp trong nước được xem là điều quan trọng nhất khi thiết kế chiến lược dài hạn cho các đặc khu. Ngoài ra, để có tác động lâu dài đến sự phát triển kinh tế của nước chủ, việc chuyển giao tri thức phải vượt ra ngoài phạm vi đặc khu. Nếu các đặc khu kinh tế không tạo được việc làm rộng rãi bên trong và bên ngoài đặc khu, nâng cao năng lực cạnh tranh của các thành phần kinh tế địa phương, và tạo cơ hội kinh doanh cho các doanh nghiệp địa phương bên ngoài phạm vi của đặc khu, nó sẽ đóng góp rất ít vào sự phát triển kinh tế.

Lợi ích ròng không chỉ phụ thuộc vào số lượng, mà còn chất lượng của FDI. Chất lượng đầu tư có liên quan đến động cơ đầu tư của công ty đa quốc gia, nhiệm vụ và quyền tự chủ của các chi nhánh này, từ đó xác định tiềm năng liên kết và lan tỏa. Những tác động này còn phụ thuộc vào năng lực tiếp thu, mức độ hội nhập và nâng cấp tài sản tri thức của các doanh nghiệp trong nước (Criscuolo và Narula, 2008). Một chính sách đặc khu hợp lý không chỉ quan tâm đến việc thu hút vốn đầu tư mà còn phải gia tăng sự gắn bó với địa phương của các công ty đa quốc gia.

***Sự lan tỏa tri thức***

Sự lan tỏa ngụ ý một quá trình học hỏi của các doanh nghiệp địa phương. Tuy nhiên, không phải tất cả các công ty trong nước đều có khả năng tiếp nhận các tác động lan tỏa được tạo ra bởi sự hiện diện của các công ty đa quốc gia. Trong thực tế, việc nắm bắt sự lan tỏa này rất tốn kém và thường đòi hỏi lao động chuyên biệt (Narula và Driffield, 2012). Điều này lại thường bị thiếu hụt ở các nước đang phát triển. Nhìn chung, các công ty có khả năng hấp thụ cao hơn, thì có khả năng hưởng lợi từ sự hiện diện của các công ty đa quốc gia (Blalock và Simon, 2009; Narula và Marin, 2003; Castillo và cộng sự, 2014). Vì thế, các chính sách nhằm nâng cao năng lực hấp thụ của các doanh nghiệp trong nước để làm gia tăng cơ hội lan tỏa tích cực từ FDI cũng cần được quan tâm. Chúng không chỉ bao gồm các khoản đầu tư trong giáo dục, đào tạo nghề, mà khuyến khích tham gia vào dự án R&D liên kết với doanh nghiệp nước ngoài.

Ngoài ra, các doanh nghiệp trong nước cũng có thể tham gia chuỗi cung ứng hàng hóa trung gian cho các công ty đa quốc gia để thiết lập mối liên kết giữa các bên. Thông qua các liên kết này, các doanh nghiệp nước ngoài có thể cung cấp kỹ thuật, cách thức

quản lý và hỗ trợ tài chính cho các nhà cung cấp hoặc khách hàng của họ. Đây cũng là một con đường quan trọng để chuyển giao kiến thức. Với cách làm này, các nhà cung cấp trong nước có thể hưởng lợi từ sự gia tăng quy mô và chuyên môn hóa, trong khi các doanh nghiệp nước ngoài cũng có thể gia tăng nguồn cung ứng hàng hóa cho khu vực, với chi phí được giảm thiểu.

### ***Động cơ đầu tư của các công ty đa quốc gia***

Tiềm năng tạo liên kết và lan tỏa phụ thuộc vào động cơ đầu tư của công ty đa quốc gia. Một công ty quốc tế hóa để mở rộng thị trường nhằm bán được nhiều hàng hóa của nó hơn, sẽ hành xử rất khác với một công ty quốc tế hóa để giảm chi phí, và chúng sẽ tác động khác nhau đến nền kinh tế chủ nhà. Các doanh nghiệp nước ngoài có định hướng vào thị trường trong nước sẽ có xu hướng tạo ra nhiều liên kết hơn so với các doanh nghiệp nước ngoài hướng đến xuất khẩu. Điều này là do, các doanh nghiệp hướng đến xuất khẩu thường ít phụ thuộc vào các yếu tố đầu vào như chi phí thấp để có thể cạnh tranh. Trường hợp đối với doanh nghiệp hướng đến khai thác tài nguyên thiên nhiên, nó thường đầu tư vào các nước có nguồn lực về con người, có lợi thế so sánh về tài nguyên thiên nhiên, có khả năng khai thác hoặc sử dụng nhiều tài nguyên thiên nhiên.

### ***Vị trí của các đặc khu kinh tế***

Các chính phủ thường tìm cách tạo ra các đặc khu kinh tế ở những địa phương yếu kém và tụt hậu để tạo điều kiện nâng cấp kinh tế ở những vùng miền này (Kuznetsov và Kuznetsova, 2019). Để tạo ra lợi thế chi phí đáng kể cho các công ty đa quốc gia đồng ý thành lập tại một địa điểm như vậy, chính phủ thường cung cấp các gói trợ cấp, các đặc quyền như quyền sở hữu độc quyền trong công nghiệp khai khoáng; hoặc đặc quyền tiếp cận thị trường địa phương, được cung cấp cơ sở hạ tầng chất lượng cao khắc phục được những bất lợi về chi phí do nằm ở xa các khách hàng và nhà cung cấp. Nói tóm lại, các chính phủ cần phải bóp méo thị trường và điều này có thể rất tốn kém và hiếm khi bền vững về lâu dài.

Thách thức chính để tối ưu hóa chính sách đặc khu là vừa có thể gia tăng số lượng đặc khu ở những nơi kém phát triển và đồng thời đảm bảo lợi ích từ FDI thông qua sự liên kết và hiện diện của các thành phần kinh tế trong nước. Một vị trí xa xôi, lạc hậu về kinh tế thường thiếu vắng các thành phần kinh tế trong nước (Frick và Rodríguez-Pose, 2019). Vì vậy, nó thường làm giảm tác động mạnh mẽ lên phát triển kinh tế thông qua các mối liên kết và sự lan tỏa. Lúc này, có thể sẽ tồn tại một mối nguy hiểm thực sự. Các đặc khu kinh tế này sẽ trở thành một vùng bao bọc, bị chi phối bởi các công ty đa quốc gia, nội bộ hóa các hoạt động gia tăng giá trị, và trở thành những vùng đất dành cho người nước ngoài. Brautigam và Xiaoyang (2011) cho thấy trường hợp của người Trung Quốc

ở các đặc khu ở Châu Phi. Họ không tuyển dụng người Châu Phi hoặc chỉ tuyển dụng ở mức thấp nhất; và không chuyển giao hoặc phổ biến công nghệ.

Có thể nói, việc sử dụng các đặc khu kinh tế để giảm bớt sự bất bình đẳng về không gian không phải là điều không thể. Trung Quốc là một trường hợp minh chứng cho sự thành công trong việc vượt qua sự chênh lệch trong khu vực (Chen, 2019). Các nền kinh tế khác ít có đủ khả năng để noi gương Trung Quốc, do một trong những lợi thế định vị chính của Trung Quốc là cung cấp khả năng tiếp cận thị trường nội địa rất lớn của mình.

### ***Nâng cấp và liên kết với nền kinh tế phi chính thức***

Khu vực phi chính thức thường liên quan đến người dân nông thôn, người nghèo thành thị, các doanh nghiệp nhỏ sử dụng nhiều lao động và có kỹ năng tổ chức, công nghệ hoặc chuyên môn hạn chế (Godfrey 2011; Narula 2019). Khu vực phi chính thức này khi tham gia vào chuỗi cung ứng toàn cầu thường bị thiệt thòi và không được bảo vệ bởi các tiêu chuẩn lao động, và bị bóc lột thông qua điều kiện làm việc kém và mức lương đủ sống (Narula, 2019). Ví dụ, nguồn lao động chính trong các đặc khu tập trung vào may mặc của Bangladesh phần lớn là lao động nữ, được tuyển dụng là phi chính thức. Trong trường hợp của Ấn Độ với hơn 300 đặc khu, Hyun và Ravi (2018) nhận thấy rằng các đặc khu giúp chuyển đổi cấu trúc nền kinh tế trong đó nâng cấp khu vực phi chính thức. Trong đó, tác giả cũng tìm thấy sự hiện diện của một đặc khu sẽ kích thích sự hình thành các công ty mới có năng suất cao hơn 18,6% và trả lương cao hơn 5%. Tuy nhiên, Hyun và Ravi cũng nhận thấy rằng đặc khu cũng ảnh hưởng tiêu cực đến các hoạt động sản xuất kinh doanh của khu vực không chính thức so với các địa phương không có đặc khu.

Vì vậy, việc thiết lập một bộ tiêu chuẩn về trách nhiệm xã hội đối với doanh nghiệp ngày càng trở nên quan trọng, buộc các công ty đa quốc gia chấp nhận việc họ phải đóng một vai trò trong việc giúp đỡ nâng cấp xã hội trong các đặc khu (UNCTAD, 2019). Tuy nhiên, các chính sách về trách nhiệm xã hội nhất thiết phải tập trung vào mục tiêu hẹp hơn, trước mắt là chủ yếu cải thiện điều kiện làm việc trong nhà máy của họ và với các nhà cung cấp (Gereffi và Lee, 2016). Ngày nay, các doanh nghiệp nước ngoài cũng đã bắt đầu quan tâm hơn về trách nhiệm xã hội, vì nó ảnh hưởng đến danh tiếng và cũng là để thể hiện văn hóa kinh doanh của họ. Các tiêu chuẩn này có thể giúp đưa các thành phần không chính thức trong chuỗi cung ứng của doanh nghiệp nước ngoài trở thành khu vực chính thức và thúc đẩy họ có điều kiện làm việc tương tự như các doanh nghiệp chính thức. Điều này cũng mang lại cơ hội cho các doanh nhân, công ty khởi nghiệp và người lao động phi chính thức. Tuy nhiên, nó cũng có thể cô lập các nhà sản xuất quy mô nhỏ, các doanh nghiệp phi chính thức và các nhà thầu phụ.

### ***Tích hợp phát triển bền vững vào các mô hình kinh doanh của đặc khu***

Chương trình nghị sự về phát triển bền vững ngày càng được thể hiện trong các quyết định chiến lược của công ty đa quốc gia. Các quy tắc về kiểm soát môi trường và xã hội lỏng lẻo không còn khả thi trong việc tạo ra lợi thế cạnh tranh dài hạn cho các đặc khu nữa. Ngược lại, chúng có thể dẫn đến sự thất bại của các đặc khu khi các doanh nghiệp vi phạm luật lao động hoặc vi phạm nhân quyền. Điều này sẽ tạo ra một hình ảnh tiêu cực đến các nhà đầu tư nước ngoài. Vì vậy, cần thiết lập một cơ chế chính sách thúc đẩy việc thực thi các tiêu chuẩn phát triển bền vững trong các đặc khu, chẳng hạn như vấn đề an toàn và sức khỏe người lao động, quản lý chất thải thân thiện với môi trường và tái tạo nguồn năng lượng.

### ***Đưa nền kinh tế kỹ thuật số vào các mô hình hoạt động của đặc khu***

Sự kết hợp công nghệ kỹ thuật số trong chuỗi cung ứng toàn cầu trên hầu hết các ngành công nghiệp đã có những ảnh hưởng sâu sắc đến sản xuất quốc tế. Số hóa đưa ra những thách thức nhưng cũng là cơ hội trong mạng lưới sản xuất quốc tế. Vì vậy, các đặc khu cần cung cấp sự liên kết chuỗi giá trị cho các công ty trong khu vực. Định hướng thể mạnh chiến lược của các đặc khu sẽ là tạo thuận lợi cho hoạt động hậu cần của các hãng thương mại điện tử. Nó có thể xem xét các chính sách kỹ thuật số quốc gia (ví dụ: luật về quyền riêng tư, lưu trữ và bảo mật dữ liệu). Điều này sẽ ảnh hưởng đến sự thành công của các đặc khu thế hệ mới này.

### **Tài liệu tham khảo**

- Farole, T., & Akinci, G. (2011). Special economic zones: progress, emerging challenges, and future directions. The World Bank
- Jeong, H. & Zeng, Z. D. (2016). Promoting dynamic and innovative growth in Asia: the cases of special economic zones and business hubs, KIIEP Research Paper Policy Analysis, No. 16-01.
- Zhan, J. (2018). “SEZs: five routes to enhanced sustainability”, World Finance Winter.
- UNCTAD (2019). World Investment Report: Special economic zones, New York and Geneva: United Nations.
- Lall, S., & Narula, R. (2004). “Foreign direct investment and its role in economic development: do we need a new agenda?”, The European Journal of Development Research, 16 (3), pp. 447-464.
- Narula, R. (2014). “Foreign direct investment as a driver of industrial development: why is there so little evidence?”, in R. Van Tulder, A. Verbeke, & R. Strange (eds.), International business and sustainable development (Progress in International Business Research, Volume 8). Emerald: Bingley, pp. 45-67.

- Narula, R. & Pineli, A. (2017). "Multinational enterprises and economic development in host countries: what we know and what we don't know" in: Giorgioni, G. (ed.) *Development finance: Challenges and opportunities*. London: Palgrave.
- Narula, R., & Pineli, A. (2019). "Improving the developmental impact of multinational enterprises: policy and research challenges", *Economia e Politica Industriale*, 46 pp. 1-24.
- UNCTAD (2013). *World Investment Report: Global value chains – investment and trade for development*, New York and Geneva: United Nations.
- Criscuolo, P. & Narula, R. (2008). "A novel approach to national technological accumulation and absorptive capacity: aggregating Cohen and Levinthal." *The European Journal of Development Research*, 20 (1), pp. 56-73.
- Narula, R., & Santangelo, G. D. (2012). "Location and collocation advantages in international innovation", *Multinational Business Review*, 20 (1), pp. 6-25.
- Blalock, G. & Simon, D. (2009). "Do all firms benefit equally from downstream FDI? The moderating effect of local suppliers' capabilities on productivity gains?", *Journal of International Business Studies*, 40, pp. 1095-1112.
- Narula, R. & Marin, A. (2003). *Foreign direct investment spillovers, absorptive capacities and human capital development: evidence from Argentina*. Geneva: ILO Working Paper no. 96.
- Kuznetsov A. & Kuznetsova O. (2019). "The success and failure of Russian SEZs: some policy lessons, *Transnational Corporations* 26 (2).
- Frick, S. & Rodríguez-Pose, A. (2019) "Are special economic zones in emerging countries a catalyst for the growth of surrounding areas?" *Transnational Corporations* 26 (2).
- Bräutigam, D. and Xiaoyang, T. (2011). *African Shenzhen: China's special economic zones in Africa*. *The Journal of Modern African Studies*, 49 (1), pp.27-54.
- Chen X. (2019). "Change and continuity in special economic zones: a reassessment and lessons from China", *Transnational Corporations* 26 (2).
- Godfrey, P. (2011). "Toward a theory of the informal economy." *The Academy of Management Annals*, 5 (1), pp. 231-277.
- Narula, R. (2019). "Enforcing higher labour standards within developing country value chains: consequences for MNEs and informal actors in a dual economy", *Journal of International Business Studies*, <https://doi.org/10.1057/s41267-019-00265-1>.
- Hyun, Yeseul and Ravi, Shree, (2018). *Place-based development: evidence from special economic zones in India*, Institute for Economic Development (IED) Working Paper Series, Boston University.
- Gereffi, G., & Lee, J. (2016). "Economic and social upgrading in global value chains and industrial clusters: why governance matters." *Journal of Business Ethics*, 133 (1), pp. 25-38.
- Rajneesh Narula and James X. Zhan. "Using special economic zones to facilitate development: policy implications". *Transnational Corporation*, Volume 26, 2019, Number 2.

# 13.

## KINH NGHIỆM XÂY DỰNG TRUNG TÂM TÀI CHÍNH KHU VỰC - GÓC NHÌN TỪ HỆ THỐNG NGÂN HÀNG

Hoàng Thị Phương Thảo\*

Trần Thị Ngọc Mai\*

### Tóm tắt

*Bài viết này tổng hợp kinh nghiệm xây dựng hệ thống ngân hàng ở hai trung tâm tài chính lớn của khu vực là Hồng Kông và Singapore. Mặc dù hệ thống ngân hàng ở hai trung tâm tài chính này có những nét khác biệt nhưng đều phục vụ cho mục tiêu chung là tạo điều kiện thuận lợi cho sự hình thành và phát triển của trung tâm tài chính. Tuy vậy, tùy thuộc vào điều kiện và đặc điểm riêng mà hệ thống ngân hàng được xây dựng một cách phù hợp nhằm tận dụng lợi thế của từng quốc gia. Kinh nghiệm có được từ hai trung tâm tài chính hàng đầu khu vực sẽ giúp Việt Nam lựa chọn chính sách cho mình khi xây dựng trung tâm tài chính khu vực trong tương lai.*

**Từ khóa:** Trung tâm tài chính khu vực, thị trường ngoại hối, ngân hàng.

### 1. Vai trò các trung tâm tài chính

Trong những năm gần đây, lĩnh vực kinh tế, cụ thể là tài chính đã có những dịch chuyển và bước tiến rõ rệt với sự đa dạng và toàn cầu hóa những dịch vụ tài chính xuyên quốc gia cùng với sự hình thành các môi trường đầu tư năng động và hấp dẫn ở những thị trường mới nổi. Sự phát triển này đã đem lại hàng loạt cơ hội cho các quốc gia trong việc tiếp cận thị trường tài chính toàn cầu và đổi mới tài chính. Các quốc gia cũng đang tận dụng những thay đổi trong hệ thống tài chính để thu hút vốn đầu tư nhằm kích thích tăng trưởng, và trung tâm tài chính khu vực được xem là một trong những trọng tâm của sự chuyển đổi này.

Việc phát triển thành trung tâm tài chính khu vực sẽ đem lại rất nhiều lợi thế cho quốc gia. Khi các ngân hàng thương mại, ngân hàng đầu tư, quỹ đầu tư, các tổ chức tài chính, và các sản phẩm dịch vụ chứng khoán đều tập trung lại một thành phố hoặc vùng sẽ làm tăng

\*Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: phuongthao@ueh.edu.vn

sự dịch chuyển về vốn, thúc đẩy tăng trưởng và tạo ra nguồn thu thuế từ các công ty đặt trụ sở chính tại đây. Ngoài ra, trở thành một trung tâm tài chính sẽ đáp ứng được những nhu cầu xã hội, nâng cấp cơ sở hạ tầng, đưa thành phố trở thành một khu đô thị sầm uất.

Châu Á được xem là thị trường tiềm năng thu hút các nhà đầu tư với vị trí địa lý thuận lợi cùng tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ và nhanh chóng. Những lợi thế đó đã làm tăng dòng chảy vốn về cho các quốc gia này. Đây được xem là địa điểm hấp dẫn các nhà đầu tư tài chính thế giới. Các trung tâm nổi bật phải đề cập đến là Hồng Kông, Singapore, Tokyo và Seoul.

Bài viết này sẽ tổng hợp những kinh nghiệm về những chiến lược và chính sách của 2 trung tâm tài chính Hồng Kông và Singapore, nhằm đưa ra các tham khảo cho Việt Nam trong định hướng phát triển các thành phố trở thành trung tâm tài chính khu vực. Kế hoạch phát triển toàn diện để đưa một thành phố trở thành trung tâm tài chính liên quan đến rất nhiều khía cạnh, tuy nhiên trong phạm vi giới hạn của bài viết này, chúng tôi sẽ đề cập chi tiết và cụ thể việc xây dựng và phát triển hệ thống ngân hàng.

## **2. Kinh nghiệm từ Hồng Kông**

Mặc dù Hồng Kông không phải là trung tâm ngân hàng quốc tế lớn so với các khu vực kinh tế khác như New York hay Tokyo, nhưng tại châu Á, Hồng Kông sở hữu một hệ thống tài chính vững mạnh và giữ vị trí quan trọng trong khu vực. Rất nhiều tranh luận đã được đưa ra để lý giải tại sao Hồng Kông có thể phát triển thành trung tâm tài chính toàn cầu. Theo C. R. Schenk (2002), nguyên nhân chủ yếu do sự kết hợp giữa chính sách tự do kinh tế (Laissez-faire) và hệ thống ngân hàng nội địa sôi động đã đưa Hồng Kông trở thành một đặc khu quan trọng của toàn cầu trong những năm 1950 và 1960, đồng thời góp phần trở thành trung tâm tài chính quốc tế. Sự tham gia của các ngân hàng nội địa đã tạo nét riêng biệt cho Hồng Kông so với các trung tâm tài chính của các nước đang phát triển khác, nơi có khu vực ngân hàng nước ngoài tách biệt với khu vực trong nước.

Chính sách tự do kinh tế có lẽ là điểm nổi bật nhất trong sự phát triển kinh tế vượt bậc của Hồng Kông. Chính sách tự do kinh tế được ban hành ở Hồng Kông đã tạo điều kiện thuận lợi cho các hoạt động tự do thương mại và các mối quan hệ kinh tế quốc tế. Bằng cách giảm bớt các biện pháp kiểm soát tỷ giá hối đoái và không kiểm soát dòng vốn quốc tế, thêm vào đó là không xây dựng ngân hàng trung ương và chính sách tiền tệ, Hồng Kông đã tạo ra một môi trường tự do hàng đầu khu vực, thu hút dòng vốn quốc tế, đặc biệt trong những năm 1960.

Theo Chung (1983), “Hồng Kông là nơi duy nhất ở châu Á không có bất cứ sự kiểm soát nào về dòng vốn quốc tế và không có sự phân biệt đối với khu vực nước ngoài. Thuế



ở Hồng Kông rất ít và đơn giản. Tỷ suất thuế hiệu lực không vượt quá 15% trên tổng thu nhập. Thuế tiền lãi trên các khoản tiền gửi bằng nội tệ là 10% và không có thuế đánh trên việc rút các khoản tiền gửi bằng ngoại tệ”.

Hồng Kông khởi nguồn từ một làng chài vào thế kỷ 19 và trở thành cảng trung chuyên từ đầu thế kỷ 20 để phục vụ giao thương giữa Trung Quốc và các nước phương Tây. Cho đến những năm 1930, Thượng Hải vẫn thống trị nền kinh tế tài chính quốc tế Đông Á, mặc dù nhiều ngân hàng đã lập chi nhánh ở Hồng Kông. Nhưng những bất ổn về kinh tế và chính trị xảy ra ở Trung Quốc trong những năm 1930 và 1940 đã loại bỏ Thượng Hải khỏi vị trí dẫn đầu và Hồng Kông nhanh chóng thay thế để trở thành trung tâm tài chính khu vực. Những năm sau chiến tranh, một loạt ngân hàng được xây dựng để phục vụ dân số đông đúc của Hồng Kông và quản lý dòng vốn từ Trung Quốc. Từ năm 1947, siêu lạm phát và định giá quá cao đồng tiền Trung Quốc đã làm suy yếu hệ thống ngân hàng Trung Quốc. Hậu quả của việc định giá quá cao tiền tệ Trung Quốc đã gây ra tình trạng tháo chạy vốn sang Hồng Kông.

Trong những năm 1960, các ngân hàng nước ngoài, đặc biệt từ Mỹ, đã ồ ạt mở các chi nhánh hoặc tiến hành các hoạt động M&A đối với các ngân hàng tại Hồng Kông. Nguyên nhân chính do các ràng buộc về hoạt động ngân hàng quốc tế ở Mỹ và nhu cầu của các tập đoàn đa quốc gia đang hoạt động tại khu vực châu Á. Ngoài ra, Hồng Kông cũng sở hữu một thị trường ngoại hối tự do, vốn là một lợi thế hiếm hoi tại châu Á vào thời điểm đó.

Các nhà đầu tư thích thiết lập trung tâm tài chính ở Hồng Kông vì gần Trung Quốc và ở trung tâm của Đông Á hơn là những nơi khác vốn có sự can thiệp mạnh của chính phủ. Những lợi thế trên đã giúp Hồng Kông xếp ở vị trí thứ tám về số lượng chi nhánh, công ty con và văn phòng đại diện của các ngân hàng quốc tế lớn vào năm 1970, tăng lên vị trí thứ năm vào năm 1980 và vị trí thứ tư vào năm 1990, góp phần quan trọng cho việc đưa Hồng Kông trở thành một trung tâm tài chính toàn cầu.

Có thể tạm chia hệ thống ngân hàng ở Hồng Kông thành 2 nhóm chính: Các ngân hàng bản địa (native bank) và các ngân hàng nước ngoài. Mặc dù hiện tại Hồng Kông được biết đến là một trung tâm ngân hàng quốc tế hàng đầu thế giới, bên cạnh London, New York, và Tokyo với một số lượng lớn ngân hàng, chi nhánh và văn phòng đại diện của các ngân hàng nước ngoài, con đường phát triển của Hồng Kông để trở thành một trung tâm tài chính toàn cầu không thể không nhắc đến các ngân hàng bản địa.

Ngân hàng bản địa là các ngân hàng có quy mô từ các tổ chức tư nhân nhỏ lẻ đến các tổ chức tư nhân lớn như Ngân hàng Hang Seng – ngân hàng do Trung Quốc kiểm soát lớn nhất Hồng Kông tại thời điểm đó. Hầu hết các ngân hàng bản địa đã khai thác rất tốt

mạng lưới ở Trung Quốc. Vào cuối những năm 1940, một số ngân hàng Hồng Kông đã có chi nhánh tại các thành phố lớn Trung Quốc để tạo điều kiện thuận lợi cho việc chuyển tiền và một số hoạt động chi nhánh chính thức hoặc không chính thức tại những nơi khác ở Đông Nam Á.

Vai trò của các ngân hàng bản địa được thể hiện khá rõ trên thị trường ngoại hối, đặc biệt trước những năm 1960 khi là cầu nối khu vực nước ngoài với thị trường ngoại hối tự do. Hồng Kông cố định một tỷ giá chính thức cho các giao dịch ngoại hối chính thức. Các ngân hàng “được cấp phép” (authorized bank), bao gồm tất cả các ngân hàng nước ngoài và ngân hàng địa phương lớn, sẽ được phép tham gia hoạt động giao dịch ngoại hối chính thức nhưng chỉ cho các nhu cầu nhập khẩu thiết yếu. Các nhu cầu ngoại hối khác phải được thực hiện trên một thị trường hối đoái tự do khi tỷ giá được quyết định bởi cung cầu. Tuy nhiên, các quy định nội địa cấm các ngân hàng được cấp phép duy trì số dư bằng đồng USD và loại trừ các ngân hàng này khỏi thị trường hối đoái tự do. Vì thế, các ngân hàng bản địa trở thành thế lực chi phối thị trường này, và thường tiến hành các giao dịch thay mặt cho các ngân hàng được cấp phép. Các ngân hàng bản địa vì thế đã nhanh chóng trở thành cầu nối giữa khu vực nội địa và nước ngoài trước những năm 1960, giúp khu vực ngân hàng nước ngoài tiếp cận với thị trường ngoại hối tự do của Hồng Kông.

Mặc dù vậy, các ngân hàng bản địa lại được xem là mắt xích yếu nhất trong hệ thống ngân hàng của Hồng Kông do thiếu các quy định pháp lý chặt chẽ. Các ngân hàng bản địa này cũng được cho là đã gây ra sự bất ổn cho toàn hệ thống ngân hàng. Từ cuối những năm 1960 cho đến đầu những năm 1970, sự gia tăng tài sản trong khu vực và môi trường pháp lý cũng như thị trường ngoại hối tự do giúp Hồng Kông thu hút rất nhiều công ty tài chính nước ngoài và các thương vụ sáp nhập. Nhưng kể từ cuối những năm 1970 và 1980, khi các nhà quản lý của châu Âu, Nhật Bản, và Mỹ dỡ bỏ những ràng buộc kiểm soát vốn, lợi thế cạnh tranh của Hồng Kông lúc này dựa trên sự minh bạch của hệ thống luật pháp và thể chế, cũng như các ưu đãi về thuế thay vì thị trường ngoại hối tự do trước đây. Điều này dự báo trước sự chấm hết vai trò của các ngân hàng bản địa ở Hồng Kông, mặc dù không thể phủ nhận vai trò quan trọng của các ngân hàng này trong việc phát triển Hồng Kông trở thành trung tâm tài chính toàn cầu sau Thế chiến hai.

### **3. Kinh nghiệm từ Singapore**

Từ những năm 1960, với sự phát triển kinh tế nhanh chóng của các quốc gia châu Á, nhiều trung tâm tài chính khu vực đã xuất hiện trong khoảng thời gian này. Dòng vốn nước ngoài chảy vào các quốc gia này bắt đầu gia tăng mạnh mẽ và điều này tạo động lực cho các ngân hàng quốc tế thành lập chi nhánh ở châu Á để tạo điều kiện cho dòng tiền xuyên biên giới. Trong đó Singapore là nước dẫn đầu về việc cho phép các ngân hàng nước ngoài thành lập

các đơn vị ngân hàng nước ngoài của chính mình tại Singapore, gọi tắt là ACU (Asian Currency Units) hay còn gọi là thị trường đôla châu Á (Asian Dollar Market).

Hệ thống ngân hàng Singapore bao gồm 2 loại tổ chức tài chính: ngân hàng thương mại- hay còn gọi là Đơn vị ngân hàng nội địa (Domestic Banking Unit – DBU) và Đơn vị tiền tệ châu Á (Asian Currency Unit - ACU). Chỉ những ngân hàng thương mại nội địa mới được phép thực hiện các giao dịch bằng đồng đôla Singapore, trong khi các ACU sẽ chịu trách nhiệm với các giao dịch bằng những đơn vị tiền tệ quốc tế khác, ngoại trừ đồng đôla Singapore. Các DBU chủ yếu tập trung vào tiền gửi và tiền cho vay bằng đôla Singapore; do đó phải tuân theo tính thanh khoản nghiêm ngặt, khoản dự trữ bắt buộc và thuế suất cao hơn các ACU. Theo Hew (2005), mục đích của việc phân chia rõ rệt hai loại ngân hàng là để đưa Singapore trở thành nền tảng cho các hoạt động tài chính quốc tế và đồng thời bảo vệ các ngân hàng trong nước trước các tổ chức tài chính lớn.

Các ACU được thành lập vào năm 1968 khi chính quyền Singapore cấp phép cho một chi nhánh của Bank of America thành lập một bộ phận quốc tế để giải quyết các giao dịch ngoại hối của cá nhân không cư trú. Để tách biệt với các giao dịch giữa cá nhân không cư trú và người địa phương thì tất cả ngân hàng phải thành lập một đơn vị kế toán đặc biệt cho các giao dịch nước ngoài, và được đặt tên là Đơn vị tiền tệ châu Á (ACU).

Các ACU được tạo ra để loại bỏ thuế khấu trừ tại nguồn cho tiền lãi của những cá nhân không cư trú và tiền gửi nước ngoài. Các ACU được cho phép giao dịch trên thị trường đôla châu Á chủ yếu tập trung vào các giao dịch tiền tệ và vốn quốc tế bằng ngoại tệ, và đồng USD cho đến nay vẫn là đồng tiền quan trọng nhất được sử dụng trên thị trường. Mặc dù các ACU phải tuân theo luật và quy định của ngân hàng Singapore, nhưng họ được miễn trừ một số điều khoản của Luật Ngân hàng để thu hút các tổ chức tài chính nước ngoài.

Chính phủ đã miễn trừ các hoạt động ACU khỏi các biện pháp kiểm soát hối đoái và cung cấp một số chính sách hỗ trợ về tài chính. Thí dụ, các ACU không phải tuân theo các yêu cầu dự trữ và tỷ lệ thanh khoản tối thiểu và năm 1968, thuế suất ưu đãi trên những giao dịch với những cá nhân không cư trú và những tổ chức nước ngoài chỉ 10%. Trong những năm sau đó, thuế trước bạ và thuế di sản đối với những giao dịch chuyển nhượng bằng ngoại tệ và thuế đánh vào thu nhập từ trái phiếu tiền tệ châu Á cũng được bãi bỏ. Năm 1973, thuế thu nhập doanh nghiệp đánh vào thu nhập ròng từ hoạt động cho vay ra nước ngoài và các giao dịch nước ngoài khác đã giảm từ 40% xuống còn 10%.

Thị trường đôla châu Á (ADM) cung cấp chức năng trung gian giữa các nước châu Á và thị trường tiền tệ châu Âu. ADM về bản chất là một thị trường tiền tệ và vốn quốc tế bằng ngoại tệ. Các loại tiền tệ chính là USD, Euro, yen, đồng bảng Anh, và franc Thụy

Sĩ. Tuy nhiên, từ năm 1968, thị trường đôla châu Á đã sớm vượt qua những chức năng thông thường để phát triển thành mạng lưới giao dịch tài chính khu vực. Nó cung cấp chức năng kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage) giữa thị trường châu Á, vùng Trung Đông và châu Âu; nó đóng vai trò như một phương tiện chuyển vốn vào các dự án phát triển ở nhiều nước châu Á; và nó cũng là một kênh hiệu quả để huy động các quỹ thặng dư của các quốc gia này và chuyển đến những nơi khác trong khu vực.

Các giao dịch liên quan đến nước ngoài được quy định bởi Cơ quan Tiền tệ Singapore (Monetary Authority of Singapore –MAS). Cơ quan tiền tệ đặt ra những yêu cầu cao về chất lượng của thị trường tài chính mới phát triển này nên rất khắt khe và chọn lọc trong việc cấp giấy phép ACU. Luật Ngân hàng năm 1970 đã cho phép các ngân hàng thương mại ở nước ngoài thành lập các chi nhánh, thay vì công ty con, và do đó rủi ro mất khả năng thanh toán được chuyển sang các trụ sở chính của ngân hàng và các trụ sở chính phải cam kết bù đắp sự thiếu hụt thanh khoản nếu chi nhánh ACU ở Singapore rơi vào tình trạng thiếu hụt. Theo Hodjera (1978), mục đích của Đạo luật Ngân hàng này là bảo vệ Singapore khỏi việc mở cửa quá mức của các ngân hàng nước ngoài hoạt động trên thị trường tiền tệ trong nước, điều này có thể lấn át các ngân hàng địa phương hoạt động với mức vốn nhỏ.

Trước năm 1970, chính quyền Singapore cấp giấy phép đầy đủ cho 13 ngân hàng thương mại nước ngoài. Nhưng trong giai đoạn 1971-1973, “giấy phép hạn chế” được ra đời để hạn chế các hoạt động của ngân hàng nước ngoài trên thị trường tiền tệ nội địa. Cụ thể, các ngân hàng nước ngoài có giấy phép hạn chế không được mở nhiều hơn một chi nhánh tại Singapore, không được cung cấp tài khoản tiết kiệm cho người dân và không nhận tiền gửi của người dân Singapore với số tiền dưới 250.000 đôla Singapore, nhưng các ngân hàng này có thể cung cấp một khoản vay nội tệ cho người dân mà không bị hạn chế. Kể từ năm 1973, ngân hàng nước ngoài được cấp “giấy phép hoạt động ngân hàng nước ngoài”. Các ngân hàng này chỉ được phép nhận tiền gửi của người địa phương thông qua thị trường liên ngân hàng nước ngoài và số tiền gửi phải lớn hơn 250.000 đôla Singapore. Việc cho vay tại địa phương cũng bị hạn chế; các ngân hàng chỉ có thể cấp cho người dân khoản vay trung hạn đến dài hạn, số tiền tối thiểu 1 triệu đôla Singapore. Đây là chính sách của Cơ quan Tiền tệ nhằm giảm sự tác động của các ngân hàng nước ngoài đến việc kinh doanh của các ngân hàng nội địa.

Theo quy định, người dân được phép vay ngoại tệ từ các ngân hàng ACU để tài trợ xuất khẩu. Người dân địa phương và các công ty được phép giữ một khoản tiền gửi hạn chế trên tài khoản ACU. Các công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí và hiệp hội bảo trợ được phép giữ tối đa 10% tài sản của họ trên tài khoản đó.

Trước đây, đã có một lỗ hổng trong quy định kiểm soát hối đoái khi khoản thanh toán và chuyển nhượng vốn từ người dân Singapore và các quốc gia khác ngoài khu vực đồng bảng Anh sau thế chiến thứ 2 phải chịu sự kiểm soát hối đoái, trong khi các khoản thanh toán và chuyển tiền giữa người dân Singapore và các quốc gia trong khu vực đồng bảng Anh không bị kiểm soát. Điều này đã thiết lập hoạt động kinh doanh chênh lệch giá giữa Singapore và Hồng Kông. Do Hồng Kông không kiểm soát đối với việc thanh toán và chuyển vốn nên Hồng Kông đã trở thành trung gian tài chính giữa Singapore và các nước bên ngoài khu vực đồng bảng Anh. Tuy nhiên, vì Hồng Kông có thuế khấu trừ tại nguồn là 15% đối với thu nhập lãi từ các giao dịch không cư trú bằng ngoại tệ trong khi ngân hàng ACU ở Singapore đã được bãi bỏ khoản thuế này, nên vai trò trung gian giao dịch sau đó đã được chuyển sang thị trường tiền tệ châu Á. Tuy nhiên, đi kèm với nó là sự thuận tiện hơn cho các cá nhân trong việc né tránh các kiểm soát tỷ giá đối với các đơn vị tiền tệ ngoài khu vực sử dụng đồng bảng Anh.

Ngoài các ngân hàng thương mại, nhà cung cấp vốn cho thị trường tiền tệ châu Á là các công ty phi ngân hàng, ngân hàng trung ương, một số tổ chức chính phủ và cá nhân cư trú bên ngoài Singapore. Trong số các công ty phi ngân hàng, các tập đoàn đa quốc gia và các doanh nghiệp lớn ở khu vực châu Á đóng vai trò quan trọng nhất. Trước khi Mỹ tự do hóa các ràng buộc đối với dòng vốn đầu tư trực tiếp vào năm 1974, các tập đoàn đa quốc gia của Mỹ có chi nhánh ở châu Á đã tránh các biện pháp kiểm soát bằng cách sử dụng “thỏa thuận hoán đổi” với các ngân hàng ở thị trường tiền tệ châu Á. Các công ty sẽ gửi khoản tiền gửi ngắn hạn vào các ACU và các khoản tiền gửi này sẽ được các chi nhánh của công ty trong khu vực châu Á vay. Kể từ sau năm 1974, các công ty đa quốc gia và khu vực tiếp tục đưa vốn lưu động và các tài sản có tính thanh khoản khác vào thị trường tiền tệ châu Á. Lượng tiền gửi nhiều chủ yếu là quỹ thặng dư ở Trung Đông, các khoản tiền gửi của cơ quan luật định của chính phủ và các tổ chức bán chính phủ ở khu vực Trung Đông cũng khá lớn và tiền gửi của cộng đồng người Hoa cũng rất đáng kể.

Ngoài các ngân hàng, những người đi vay là các doanh nghiệp lớn và lâu năm và một số doanh nghiệp nhỏ hơn nhưng có vị thế quan trọng. Ngoài ra, các chính phủ và cơ quan chính phủ cũng là những người sử dụng các quỹ tiền tệ châu Á. Mặt khác, các tập đoàn đa quốc gia thường ưu tiên tài trợ bằng nội tệ cho nhu cầu trung và dài hạn để giảm thiểu rủi ro tỷ giá hối đoái, do đó các khoản vay của họ trên thị trường tiền tệ châu Á chủ yếu là ngắn hạn phục vụ cho nhu cầu vốn lưu động.

Các ngân hàng Singapore rất thận trọng trong việc cấp tín dụng vì rủi ro khá cao khi cho chính phủ và doanh nghiệp ở các nước kém phát triển vay và vì chính sách quy định các trụ sở chính phải đảm bảo khả năng thanh toán và tính thanh khoản của các chi nhánh ACU. Sự thận trọng này cũng phần nào phản ánh sự giám sát khá chặt chẽ của Cơ quan

Tiền tệ đối với các ACU. Các khoản vay được ưu tiên cấp cho người đi vay từ các nước có đồng tiền có thể dễ dàng chuyển đổi. Đối với người đi vay từ các quốc gia có kiểm soát ngoại hối, người đi vay cần cung cấp bằng chứng về việc chính quyền sở tại chấp thuận để người đi vay có thể chuyển đổi được ngoại tệ cần thiết phục vụ cho việc trả nợ.

Các ACU tăng trưởng rất ngoạn mục, cả về số lượng và giá trị tài sản. Tổng tài sản các ACU tăng với tỷ lệ 22%/năm trong những năm 1980, sau đó giảm dần còn 3,7%/năm trong những năm 1990. Cho đến năm 1993, các ACU chiếm tới 66,2% tổng tài sản các ngân hàng ở Singapore. Tốc độ tăng trưởng của các hoạt động tài chính quốc tế vượt xa sự tăng trưởng của khu vực ngân hàng nội địa. Giá trị tài sản các ACU so với các DBU tăng từ mức 28% vào năm 1970 lên mức 596% vào năm 1987 trước khi giảm còn 239% vào năm 2001. Giá trị tài sản của các ACU gấp 11 lần GDP của Singapore năm 1987 và gấp từ 5-10 lần trong những năm 1990.

Trong giai đoạn 1971-1976, khu vực châu Á từng cung cấp khoảng 50% tiền gửi trên thị trường tiền tệ châu Á. Với dòng tiền từ Trung Đông gia tăng trong những năm gần đây, tỷ lệ này đã giảm phần nào. Tuy nhiên, cho vay khu vực châu Á của các ngân hàng ACU luôn vượt quá 80% tổng cho vay, với những người đi vay đến từ Trung Quốc, Hàn Quốc, Indonesia, Hồng Kông, Malaysia, Philippines, và Thái Lan. Các nước phát triển trong khu vực cũng tiến hành vay trên thị trường tiền tệ châu Á. Do đó thị trường tiền tệ châu Á đã hoàn thành rất hiệu quả vai trò trung gian tài chính của mình trong việc dẫn dòng tiền từ các thị trường vốn lớn đến một số nước đang phát triển ở châu Á.

Một điểm khác biệt giữa Hồng Kông và Singapore đó là trong khi Hồng Kông không đánh thuế đối với các thu nhập từ hoạt động cho vay ngoại tệ ở nước ngoài của các ngân hàng nước ngoài, Singapore lại đánh thuế thu nhập này ở mức 40% trước năm 1973 và giảm xuống 10% từ sau năm 1973. Vì thế, các ngân hàng nước ngoài thường sẽ duy trì chi nhánh ở cả hai trung tâm tài chính này để tối đa hóa lợi ích từ các khoản tiền gửi ở Singapore và từ các hoạt động cho vay nước ngoài ở Hồng Kông. Điều này góp phần biến Singapore trở thành một trung tâm huy động vốn quan trọng trong khi Hồng Kông là một trung tâm cho vay lớn. Theo thống kê từ các nguồn của quỹ ACU, Singapore là chủ nợ ròng đối với các nền kinh tế khu vực châu Á - Thái Bình Dương (bao gồm cả Hồng Kông) nhưng là con nợ ròng đối với châu Âu và Trung Đông. Với sự phát triển nhanh chóng ở khu vực châu Á - Thái Bình Dương trong thời gian này, Singapore đã đóng vai trò lớn với tư cách là chủ nợ ròng cho Trung Quốc và các nước ASEAN kể từ năm 1987.

Có thể nói sự thành công của thị trường tiền tệ châu Á đã đưa Singapore trở thành thị trường ngoại hối lớn thứ tư thế giới chỉ sau London, New York và Tokyo, đồng thời toàn cầu hóa lĩnh vực tài chính của Singapore và góp phần biến đổi Singapore trở thành một trung tâm tài chính hàng đầu khu vực và thế giới.

### **Tài liệu tham khảo**

Chung, S. (1983). Hồng Kông: a springboard into Asia. *Hồng Kông Manager*, 19, 17-21.

Hew, D. (2005). Singapore as a regional financial centre. *Capital Markets in Asia: Changing Roles for Economic Development*. Singapore: Institute of Southeast Asian Studies.

Hodjera, Z. (1978). The Asian currency market: Singapore as a regional financial center. *Staff Papers*, 25(2), 221-253.

Schenk, C. R. (2002). Banks and the emergence of Hồng Kông as an international financial center. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 12(4-5), 321-340.

# 14.

## KINH NGHIỆM THẾ GIỚI VỀ XÂY DỰNG TRUNG TÂM TÀI CHÍNH - BÀI HỌC TỪ SINGAPORE VÀ THƯỢNG HẢI

Lê Thị Hồng Minh\*

Huỳnh Thị Cẩm Hà \*

Lương Thị Thảo \*

Hoàng Thị Phương Anh\*

### **Tóm tắt**

*Hệ thống tài chính đóng một vai trò rất quan trọng trong nền kinh tế của mỗi quốc gia, có nhiệm vụ kết nối giữa những người có vốn nhàn rỗi với các nhà đầu tư, những người cần sử dụng vốn. Khi nhu cầu lưu chuyển vốn vượt ra ngoài biên giới quốc gia, thì việc thành lập các trung tâm tài chính (TTTC) để thu hút thêm các khách hàng và tổ chức quốc tế không chỉ là xu thế tất yếu của kinh tế hiện đại mà còn là biểu hiện của một quốc gia năng động, phát triển và hội nhập. Thành công trong việc xây dựng TTTC của Singapore và Thượng Hải là minh chứng điển hình để Việt Nam định hình chiến lược thành lập các TTTC trong tương lai. Để thực hiện được điều đó, Việt Nam cần tăng cường nguồn nhân lực chất lượng cao, cải thiện cơ sở hạ tầng, thể chế, luật pháp, văn hóa.*

**Từ khóa:** Trung tâm tài chính, bài học kinh nghiệm, Singapore, Thượng Hải.

### **1. Giới thiệu**

Trong chiến lược phát triển kinh tế của các quốc gia thì việc hình thành TTTC quốc tế không chỉ là xu hướng cần thiết mà còn là biểu hiện của một quốc gia năng động, phát triển và hội nhập; góp phần nâng tầm quốc gia lên một vị thế mới trong bản đồ phát triển của thế giới. Một TTTC phát triển sẽ mang lại nhiều thuận lợi đối với nền kinh tế của quốc gia và được biểu hiện qua nhiều khía cạnh. TTTC tạo ra nguồn thu nhập cho dân cư, tạo cơ hội việc làm trực tiếp cho nguồn nhân lực chất lượng cao trong ngành tài chính, cũng như các ngành có liên quan như luật, công nghệ thông tin, kế toán, kiểm toán, tư

---

\*Trường Đại học Kinh tế TP. HCM| Email liên hệ: [anhctcdn@ueh.edu.vn](mailto:anhctcdn@ueh.edu.vn)



vấn, nhân sự, và các ngành dịch vụ khác mà các công ty tài chính sử dụng. Ngành tài chính cũng là một trong những ngành công nghiệp kỹ thuật cao, mang lại rất nhiều giá trị gia tăng và hỗ trợ rất nhiều cho sự phát triển của các doanh nghiệp. TTTC với vai trò nền tảng cũng đóng góp rất nhiều vào sự phát triển chung của hệ thống tài chính của một quốc gia, từ đó đóng góp một phần quan trọng vào sự phát triển kinh tế nói chung.

## **2. Tổng quan về trung tâm tài chính**

TTTC được xem là một thành phố hay một khu vực với lĩnh vực tài chính phát triển ở mức độ cao. Điều này thể hiện ở việc tập trung nhiều ngân hàng, các tổ chức tài chính lớn mạnh, cơ sở hạ tầng phát triển và các yếu tố khác phục vụ cho các giao dịch tài chính diễn ra thuận lợi, nhanh chóng. TTTC có các cấp độ phát triển khác nhau cũng như các đặc điểm nhận diện riêng.

### **2.1. Các cấp độ trung tâm tài chính**

Dựa trên cách phân loại của tổ chức quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF) thì TTTC có 3 cấp độ, đó là:

- TTTC quốc tế (IFC– International Financial Centre), như Thành phố New York, London, Tokyo.
- TTTC khu vực (RFC–Regional Financial Centre), như Frankfurt, Chicago, Sydney.
- TTTC nước ngoài (OCF - Offshore Financial Centre), như Quần đảo Cayman, Dublin, Hong Kong và Singapore.

Các IFC và nhiều RFC là các TTTC có đầy đủ dịch vụ với quyền tiếp cận trực tiếp các nguồn vốn lớn từ các ngân hàng, các công ty bảo hiểm, các quỹ đầu tư và các thị trường chứng khoán niêm yết. Trong khi đó, các OFC và một số RFC có xu hướng chuyên về các dịch vụ dựa trên thuế hoặc quản lý tài sản và ngân hàng tư nhân cho các khách hàng quốc tế. IMF lưu ý về sự chồng chéo giữa RFC và OFC (ví dụ Hong Kong và Singapore là OFC và RFC). Kể từ năm 2010, nhiều nghiên cứu xem các TTTC nước ngoài (OFCs) như là thiên đường về thuế (tax heavens).

Ở cách tiếp cận chi tiết hơn, có thể phân loại TTTC ở 5 cấp độ (hay được gọi là 5 mô hình TTTC), đó là: TTTC quốc gia, TTTC khu vực, TTTC nước ngoài (ví dụ như Dubai), TTTC quốc tế (Hong Kong, Singapore, Tokyo, Seoul), TTTC toàn cầu (London, New York).

TTTC quốc gia: gắn liền với một quốc gia cụ thể (Robert, 1994). các TTTC quốc gia là những thành phố có đủ các điều kiện để đáp ứng nhu cầu dịch vụ tài chính của một quốc gia, là nơi tập trung của các ngân hàng, tổ chức tài chính và các giao dịch tài chính của quốc gia đó. Hệ thống ngân hàng chủ yếu phục vụ cho nhu cầu thương mại nội địa. Hạ tầng thị trường như hệ thống thanh toán, hệ thống quản lý thông tin khá đơn giản và

chủ yếu được phát triển trong nước, có thể có giới hạn đối với những hoạt động xuyên biên giới. Tại Việt Nam, Hà Nội và TP HCM cũng có thể được coi là 2 TTTC quốc gia.

TTTC khu vực (RFC): Ở cấp độ này, các TTTC tiếp tục phát triển các dịch vụ và hạ tầng để thuận lợi hơn cho các nhà đầu tư nước ngoài. Số lượng các nhà đầu tư nước ngoài tin tưởng và đầu tư vào thị trường ngày càng nhiều. Tính thanh khoản của thị trường được nâng cao do số lượng nhà đầu tư lớn, các thành viên của thị trường bắt đầu trở nên chuyên nghiệp ở mức độ khu vực và quốc tế. Một mạng lưới khách hàng, nhà cung cấp và đối tác để hỗ trợ cho các hoạt động tài chính cũng dần được hình thành (Nguyễn Thế Phong, 2014). Hay nói một cách khác, TTTC khu vực là nơi có sự tập trung cao của các tổ chức tài chính và thị trường vốn cho phép các giao dịch tài chính trong khu vực diễn ra hiệu quả.

TTTC nước ngoài (OFC): hay còn gọi là TTTC mở cửa với nước ngoài: Tại cấp độ này, một TTTC cạnh tranh với các trung tâm khác để thu hút đầu tư nước ngoài. Chính phủ có xu hướng áp dụng những chính sách khuyến khích đầu tư nước ngoài và đảm bảo sự công bằng của các tổ chức tài chính nước ngoài khi đầu tư tại nước sở tại. TTTC nói chung bắt đầu phát triển để đáp ứng nhu cầu và kỳ vọng của các nhà đầu tư, tổ chức tài chính nước ngoài cũng như tạo điều kiện thuận lợi cho dòng vốn đầu tư xuyên biên giới chảy vào. Có thể thấy rõ ràng rằng hiện nay Việt Nam đang ở giai đoạn phát triển này.

TTTC quốc tế (IFC): một TTTC quốc tế cũng được xác định qua 3 đặc điểm cơ bản là: (1) là nơi tập trung của các ngân hàng, tổ chức tài chính lớn; (2) có trình độ phát triển cao trong khu vực tài chính, là nơi diễn ra nhiều các dịch vụ tài chính cấp cao (như hoạt động ngân hàng đầu tư, tài chính doanh nghiệp hay giao dịch chứng khoán), khối lượng giao dịch lớn và chuyên biệt hóa một cách rõ rệt và (3) sự phát triển của khu vực dịch vụ hỗ trợ.

TTTC toàn cầu (GFC – Global Financial Centre): là cấp độ cao nhất của các TTTC. TTTC toàn cầu là các thành phố có đủ năng lực đóng vai trò là trung gian kết nối giữa các tổ chức tài chính và các khách hàng trên phạm vi toàn cầu. Các TTTC toàn cầu thường có uy tín rất lớn trên thị trường tài chính thế giới, tập trung những tổ chức tài chính lớn nhất và một hệ thống tài chính phát triển ở cấp độ cao nhất. Các hoạt động kinh doanh tài chính ở đây có thể diễn ra nhanh chóng, hiệu quả và an toàn ở mức tối đa.

## 2.2 Đặc điểm nhận diện trung tâm tài chính

- Là nơi tập trung số lượng lớn các định chế tài chính, có các định chế tài chính phát triển mạnh về vốn và có uy tín cao trên thị trường

Các TTTC được đặt tại các khu vực nơi các công ty có cơ hội tiếp cận nguồn vốn lớn hoặc nhận tài trợ từ các ngân hàng, công ty bảo hiểm và các định chế tài chính khác. Điều này cho thấy TTTC là nơi tập trung các tổ chức tài chính như ngân hàng thương mại,

ngân hàng đầu tư, sở giao dịch chứng khoán và các tổ chức tư vấn đầu tư. Đây có thể là những doanh nghiệp có lợi nhuận rất cao và như vậy thành phố được chọn là TTTC có thể tăng nhiều ngân sách từ thuế khi các công ty đó đặt trụ sở chính trong TTTC. Tại các TTTC, có rất nhiều công ty dịch vụ tài chính cung cấp dịch vụ liên quan đến sáp nhập và mua lại, IPO và giao dịch. Kể từ tháng 3/2021, Chỉ số TTTC Toàn cầu (GFICI) đã nêu tên New York là TTTC hàng đầu thế giới, sau đó là London và Thượng Hải.

Bên cạnh đó, các TTTC đều xuất phát điểm là TTTC quốc gia trước khi tiến dần lên các cấp độ cao hơn là TTTC khu vực, TTTC toàn cầu. Các TTTC ở các cấp về bản chất là giống nhau, điểm khác nhau cơ bản là ở quy mô và mức độ lan tỏa cũng như danh tiếng của các TTTC ở cấp cao là vượt trội hơn so với các TTTC ở cấp thấp hơn.

- Là nơi tập trung các chuyên gia nhân sự tài chính giỏi, có trình độ chuyên môn cao để phát triển được những kỹ năng nghiệp vụ

Với một hệ thống tài chính giàu kinh nghiệm và hiệu quả sẽ luôn đi kèm với đội ngũ nhân sự chuyên nghiệp, trình độ chuyên sâu và chất lượng cao trong lĩnh vực tài chính, ngân hàng, công nghệ... luôn có sẵn, do vậy các TTTC là nơi có nguồn nhân lực tài chính tốt nhất cũng như là nơi thu hút được các tài năng trên khắp thế giới tập trung về. Việc dễ dàng tiếp cận, giảm chi phí tuyển dụng cũng như chi phí đào tạo của đội ngũ nhân viên chất lượng cao sẽ tạo ra những lợi thế cạnh tranh không nhỏ cho các công ty trong TTTC. Điều này đồng nghĩa với việc tạo điều kiện thuận lợi mức độ mở cửa lao động nước ngoài

- Là nơi có các thị trường tài chính chính thức như thị trường tiền tệ ngân hàng, thị trường chứng khoán bao gồm thị trường cổ phiếu và thị trường trái phiếu, thị trường bảo hiểm, thị trường phái sinh

**Bảng 1. 10 thị trường chứng khoán trên thế giới có giá trị vốn hóa lớn nhất**

Tỷ USD	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1. NYSE	19.4	17.8	19.6	22.1	20.7	24.5	26.2
2. Nasdaq - US	7.0	7.3	7.8	10.0	9.8	13.0	19.1
3. Shanghai Stock Exchange	3.9	4.5	4.1	5.1	3.9	5.1	7.0
4. Japan Exchange Group	4.4	4.9	5.1	6.2	5.3	6.2	6.7
5. Hong Kong Exchanges and Clearing	3.2	3.2	3.2	4.4	3.8	4.9	6.1
6. Euronext	3.3	3.3	3.5	4.4	3.7	4.7	5.4
7. Shenzhen Stock Exchange	2.1	3.6	3.2	3.6	2.4	3.4	5.2
8. LSE Group	4.0	3.9	3.5	4.5	3.6	4.2	4.0
9. TMX Group	2.1	1.6	2.0	2.4	1.9	2.4	2.6
10. National Stock Exchange of India	1.5	1.5	1.5	2.4	2.1	2.2	2.6

Nguồn: Worldbank

Các thị trường tài chính tại các TTTC đều có quy mô lớn và chi phối thị trường toàn cầu, chẳng hạn như quy mô vốn hóa của các sàn giao dịch chứng khoán lớn nhất thế giới đều đặt tại các TTTC của thế giới (như New York, Thượng Hải, Tokyo...).

- Là nơi có các điều kiện vị trí địa lý thuận lợi, mức độ phát triển về kinh tế, hạ tầng kỹ thuật, công nghệ hơn hẳn so với các khu vực khác

Có thể dễ dàng nhận ra rằng các TTTC đã tồn tại trong suốt lịch sử từ những trung tâm cổ đại, gần như huyền thoại như Babylon, Samarkand, Constantinople, Marrakech hay Timbuktu cho đến London, New York, Paris, Tokyo hay Thượng Hải. Các TTTC trước hết thường xuất phát từ các thành phố là các trung tâm công nghiệp và thương mại. Tất cả các TTTC lớn trên thế giới đã từng có giai đoạn là trung tâm thương mại và công nghiệp, như New York (Mỹ), Amsterdam (Hà Lan), Hong Kong, Singapore, London (Anh), Paris (Pháp). Tuy nhiên, không phải thành phố công nghiệp và thương mại nào cũng có thể trở thành TTTC. Điều này cho thấy có rất nhiều thành phố đã từng là trung tâm công nghiệp và thương mại lại không thể phát triển thành một TTTC, mặc dù sở hữu các điều kiện tự nhiên về cảng biển, vị trí địa lý.

Là một TTTC cũng có nghĩa là có một địa điểm thuận tiện để tổ chức các cuộc họp và hội nghị kinh doanh, từ đó thúc đẩy ngành du lịch và các khoản thu thuế liên quan. Điều này dẫn đến giá thuê mặt bằng, bất động sản tại các TTTC có mức giá trung bình tăng cao so với các nơi khác, do tại vị trí các TTTC: nhu cầu về nhà ở, mặt bằng để sử dụng ngày càng tăng cao và vượt xa nguồn cung ứng. Bởi vì các TTTC có các doanh nghiệp thu hút nhiều lao động, nhiều doanh nghiệp khác mọc lên để phục vụ cho tất cả các cá nhân trong khu vực, tạo nên một thành phố hoặc khu vực sầm uất. Các lĩnh vực kinh doanh khác có thể bao gồm từ nhà hàng đến phòng tập thể dục, cửa hàng bách hóa đến các trung tâm giải trí khác nhau. Cơ sở hạ tầng giao thông, thông tin và tài chính hiện đại, các kết nối hệ thống tài chính ngân hàng, cơ sở hạ tầng tài chính được thiết lập theo tiêu chuẩn khu vực và quốc tế.

Ngoài ra, theo nghiên cứu của Dufey và Giddy (1978) thì việc nhận diện một TTTC được thông qua 4 đặc điểm quan trọng đó là: là nơi ổn định về kinh tế và chính trị; là nơi có hệ thống tài chính giàu kinh nghiệm và hiệu quả; hệ thống thông tin liên lạc tốt và đầy đủ các dịch vụ hỗ trợ; và có một môi trường pháp lý thuận lợi cho lĩnh vực tài chính. Với vị trí được chọn TTTC phải ổn định về kinh tế và chính trị bởi vì việc kinh doanh dịch vụ tài chính cũng như bất kỳ một ngành kinh doanh nào khác, phụ thuộc rất nhiều vào môi trường kinh doanh nói chung của một quốc gia như mức độ tăng trưởng kinh tế, chính sách kinh tế của chính phủ, thuế suất, mức độ thuận lợi cũng như chi phí kinh doanh. Các tổ chức tài chính khi di chuyển vào các TTTC thường là những tổ chức quốc tế lớn, tính linh hoạt cao, nên họ sẽ chọn những TTTC nào đáp ứng được nhu cầu. Bên cạnh đó, hệ

thông chính trị ổn định của quốc gia có TTTC được các nhà đầu tư cũng như các tổ chức tài chính đánh giá cao.

### 2.3 Xếp hạng các TTTC trên toàn cầu

Để xếp hạng các TTTC trên toàn cầu, có 2 chỉ số cơ bản được chọn làm căn cứ để xếp hạng các TTTC của thế giới, đó là chỉ số TTTC toàn cầu (GFCI - *Global Financial Centres Index* của Anh) và chỉ số IFCDI (*International Financial Centres Development Index*- của Mỹ và Trung Quốc). Trong đó, GFCI xuất hiện trước IFCDI và đã là thước đo năng lực cạnh tranh của các thủ đô tài chính thế giới từ năm 2007. GFCI được tính toán dựa trên đánh giá của 29,000 TTTC lớn trên toàn cầu cùng với 100 chỉ số từ các tổ chức uy tín như Ngân hàng Thế Giới World Bank, OECD, Cơ quan Tình báo Kinh tế EIU. Báo cáo xếp hạng của GFCI được Z/Yen Group (hãng nghiên cứu và tư vấn về tài chính của Anh) nghiên cứu và công bố vào 2 lần mỗi năm, thực hiện vào tháng 9 và tháng 3 hàng năm.

**Bảng 2. Bảng xếp hạng 10 TTTC toàn cầu, tháng 3/2021**

10 GFC hàng đầu thế giới	10 GFC hàng đầu khu vực châu Á Thái Bình Dương	10 GFC hàng đầu trong lĩnh vực FinTech
New York	Thượng Hải	New York
London	Hong Kong	Thượng Hải
Thượng Hải	Singapore	Bắc Kinh
Hong Kong	Bắc Kinh	Thâm Quyển
Singapore	Tokyo	London
Bắc Kinh	Thâm Quyển	Hong Kong
Tokyo	Seoul	Singapore
Thâm Quyển	Sydney	Los Angeles
Frankfurt	Quảng Châu	San Francisco
Zurich	Melbourne	Tel Aviv

Nguồn: Z/Yen, March 2021

Trong các trung tâm tài chính hàng đầu ở châu Á thì Hong Kong là nơi đặt trụ sở nhiều cơ quan truyền thông quốc tế, nhờ chính sách cởi mở với doanh nghiệp nước ngoài và quan hệ mật thiết với Trung Quốc đại lục. Tuy nhiên, sau khi Trung Quốc thông qua luật an ninh quốc gia áp dụng với Hong Kong vào tháng 7/2020, tình trạng bất ổn chính trị tại Hong Kong gia tăng khiến nhiều doanh nghiệp có xu hướng chuyển khỏi thành phố này. Trên thực tế, giá thuê văn phòng tại các quận chính ở Hong Kong đang biến động. Nếu quan hệ Mỹ-Trung không có dấu hiệu cải thiện, Hong Kong có thể mất đi vị thế tài chính khu vực, và dòng vốn đầu tư và nhân sự có thể tháo chạy khỏi thị trường này. Một số thành phố châu Á đang nỗ lực thu hút vốn đầu tư nước ngoài và doanh nghiệp rời khỏi Hong Kong. Singapore hưởng lợi nhiều nhất nhờ các điều kiện ngôn ngữ, thời tiết và môi trường tương tự Hong Kong. Trung Quốc cũng có kế hoạch riêng, tích cực quảng bá thành

phố Thượng Hải và Thâm Quyển thông qua nói lỏng các quy định nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp nước ngoài hoạt động tại thị trường này.

Việc Singapore và Thượng Hải nhận được sự quan tâm rất lớn của các công ty đa quốc gia cho thấy sự thành công trong việc duy trì vị thế TTTC của hai khu vực này. Lịch sử phát triển cũng như các trụ cột trong sự thành công của TTTC Singapore và Thượng Hải sẽ là những bài học kinh nghiệm quý giá cho các gia trong khu vực châu Á trong chiến lược xây dựng TTTC quốc gia vươn mình trở thành TTTC khu vực và quốc tế.

### **3. Kinh nghiệm xây dựng trung tâm tài chính Singapore**

Trong 55 năm kể từ khi giành được độc lập năm 1965, Singapore đã khẳng định mình là một trong những TTTC hàng đầu toàn cầu. Singapore được xếp hạng 2 trong chỉ số Thành phố Cơ hội (**City of Opportunity index**) của PriceWaterHouseCooper và hạng 2 về xếp hạng Trung tâm quản trị tài sản toàn cầu (Global Wealth Management Centre Ranking) của Deloitte. Những nhân tố chính đóng góp cho sự thành công của Singapore bao hàm cả yếu tố lịch sử và các phát kiến chính sách.

#### **3.1. Lịch sử phát triển**

Việc Singapore trở thành một TTTC có thể được bắt nguồn từ nguồn gốc thuộc địa của quốc gia này, khi Stamford Raffles lần đầu tiên thành lập một chi nhánh giao dịch của Công ty Đông Ấn thuộc Anh trên đảo vào năm 1819. Singapore sau đó trở thành thuộc địa của Anh vào năm 1826. Với vị trí địa lý chiến lược, Singapore nhanh chóng trở thành một trung tâm trung chuyển thương mại lớn dưới thời Đế quốc Anh, cũng như là một căn cứ hải quân của Anh. Sự xuất hiện sớm này của hoạt động thương mại và vận chuyển là rất quan trọng đối với sự hình thành của lĩnh vực dịch vụ tài chính ở Singapore. Trong nhiều trường hợp trên khắp thế giới, sự xuất hiện của các luồng giao thương thương mại lớn sẽ phát triển dịch vụ tài chính liên quan đến hoạt động thương mại và vận chuyển, chẳng hạn như trao đổi tiền tệ, bảo hiểm vận tải và tài trợ hàng hải và các dịch vụ tài chính liên quan khác. Với vị trí gần các kho hàng dọc sông Singapore, các ngân hàng và các định chế tài chính dễ dàng tiếp cận với khách hàng của họ - các công ty vận chuyển và chủ kho hàng - những người có nhu cầu về dịch vụ tài chính và bảo hiểm.

Tuy nhiên, chỉ khi giành được độc lập, Singapore mới phát triển thành một TTTC toàn cầu với việc chính phủ thực hiện các chính sách tích cực hướng tới thành lập ngành dịch vụ tài chính ở Singapore. Albert Winsemius là người đầu tiên gợi ý rằng mũi nhọn chiến lược của Singapore có thể cho phép kết nối khoảng trống trong giờ giao dịch của thị trường tài chính toàn cầu. Điều này dẫn đến việc thành lập Thị trường đô la Châu Á (Asian Dollar Market - ADM) vào năm 1968, nhằm mục đích tạo cầu nối giữa thời điểm

đóng cửa của thị trường Mỹ với thời điểm mở cửa thị trường châu Âu vào ngày giao dịch tiếp theo. ADM đặt nền tảng cho sự phát triển của hệ thống tài chính ngân hàng ở Singapore, với Đơn vị tiền tệ Châu Á (ACU) được thành lập cùng với ADM cho phép tham gia của các ngân hàng và tổ chức tài chính nước ngoài trong lĩnh vực dịch vụ tài chính của Singapore. Như vậy, chính phủ Singapore ngay từ đầu đã coi ngành dịch vụ tài chính không chỉ đơn giản là một phương tiện để hỗ trợ sự phát triển của các ngành công nghiệp hiện có khác, mà còn chú trọng thúc đẩy sự tăng trưởng của riêng ngành này.

Việc xem ngành dịch vụ tài chính là một động lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bắt nguồn từ việc Singapore tuân thủ cách tiếp cận “nhà nước phát triển” để phát triển kinh tế, theo đó nhà nước có xu hướng xác định các lĩnh vực chính có thể đóng góp vào tăng trưởng kinh tế và ban hành các chính sách phù hợp để phát triển các ngành này. Dựa vào quan điểm trên và kết hợp với nhu cầu kinh tế của một quốc gia mới độc lập, Singapore đã bắt tay vào phát triển ngành dịch vụ tài chính để tạo động lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Cách tiếp cận này đã thúc đẩy sự phát triển của Singapore trở thành một TTTC toàn cầu. Ở giai đoạn phát triển của Singapore, sự can thiệp của nhà nước là rất quan trọng cho nỗ lực hình thành nền tảng thị trường tài chính, chẳng hạn như việc thành lập ADM.

### *3.1.1 Sự phát triển về mặt thể chế*

Khi ngành dịch vụ tài chính của Singapore ngày càng phát triển phức tạp và quốc tế hóa với cả sự gia tăng của các tổ chức tài chính trong nước lẫn sự gia nhập của các tổ chức tài chính nước ngoài, ngày càng có nhu cầu về một cách tiếp cận hợp nhất hơn để quản lý và điều chỉnh các định chế này. Do vậy, Đạo luật Cơ quan Quản lý Tiền tệ Singapore đã được ban hành vào năm 1971, cho phép thành lập Cơ quan tiền tệ Singapore (**Monetary Authority of Singapore - MAS**), đóng vai trò kép của ngân hàng trung ương và cơ quan quản lý tài chính.

Sở giao dịch chứng khoán Singapore (SES) sau đó được thành lập vào năm 1973, cho phép các công ty huy động vốn thông qua thị trường vốn cổ phần. SES là sau đó hợp nhất với Sở giao dịch tiền tệ quốc tế Singapore để hình thành Sở giao dịch Singapore (SGX), đáp ứng với chiều sâu tài chính và sự đa dạng ngày càng tăng của thị trường vốn Singapore. Sở giao dịch tiền tệ quốc tế Singapore (SIMEX) được thành lập vào năm 1983, và sàn SESDAQ ra đời năm 1987 cho phép niêm yết các công ty có quy mô nhỏ.

Việc hình thành các tổ chức quản lý như MAS và SGX là một quyết định mang tính thể chế để đáp ứng tốc độ phát triển nhanh chóng của lĩnh vực dịch vụ tài chính ở Singapore trong giai đoạn này. Khi nhu cầu các tổ chức tài chính về quy mô giao dịch ngày càng tăng và phức tạp hơn đã dẫn đến sự ra đời của các nền tảng giao dịch như SGX,

SIMEX, hoặc SASDAQ, điều này cũng cho thấy các cơ quan quản lý đã đảm bảo một nền tảng thị trường và hệ thống phù hợp với sự tăng trưởng của khu vực tài chính.

Trong khi MAS đóng vai trò quản lý thị trường tài chính thì SGX cũng giữ vai trò quản lý đặc biệt, cụ thể là quản lý các thành viên và đảm bảo rằng các giao dịch được thực hiện là hợp pháp. Các tổ chức khác cũng có vai trò quản lý bao gồm Hội đồng quản trị Quỹ dự phòng trung ương (**Central Provident Fund - CPF**), cơ quan quản lý khoản tái đầu tư nguồn ngân quỹ được nắm giữ trong hệ thống quỹ hưu trí bắt buộc của Singapore, và Cơ quan quản lý kế toán và doanh nghiệp (**Accounting and Corporate Regulatory Authority - ACRA**), giữ vai trò quản lý các tổ chức kinh doanh, kế toán và các nhà cung cấp dịch vụ doanh nghiệp ở Singapore.

### *3.1.2. Quốc tế hóa, đa dạng hóa và hợp nhất*

Ngành dịch vụ tài chính của Singapore trải qua tiến trình quốc tế hóa và đa dạng hóa trong những năm 1980 và 1990. Điều này bắt đầu thực hiện sau cuộc suy thoái kinh tế 1984-1985, với việc vào năm 1985, Ủy ban Đánh giá Kinh tế (**Economic Review Committee - ERC**) xác định 7 lĩnh vực tăng trưởng của ngành tài chính Singapore, trong đó có quản lý rủi ro, quản lý quỹ, thị trường vốn, thị trường chứng khoán chưa niêm yết, hợp đồng tương lai hàng hóa và tài chính, thị trường tài trợ cho hoạt động thương mại và tái bảo hiểm của nước thứ ba.

Tuy nhiên, việc xác định các khu vực tăng trưởng mới này không chỉ nhằm phục hồi sau suy thoái mà còn là một phần trong nỗ lực của chính phủ Singapore nhằm thiết lập các khu vực tăng trưởng mới trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng tăng từ các TTTC khác, vốn đang nhanh chóng tự do hóa và bãi bỏ quy định thị trường của họ. Trong những năm 1980, ngành quản lý tài sản của Singapore phát triển nổi bật nhất. Được sự hỗ trợ của chính phủ cũng như tận dụng lợi thế về sự mở rộng nhanh chóng trong quy mô và sự đa dạng hóa của thị trường tài chính Singapore, ngành công nghiệp quản lý tài sản đã trở thành một lĩnh vực tăng trưởng quan trọng của quốc gia này.

Ngoài quốc tế hóa và đa dạng hóa, ngành dịch vụ tài chính của Singapore cũng đã trải qua một giai đoạn hợp nhất, đặc biệt là giữa các ngân hàng quốc doanh trong nước. Khi tự do hóa thị trường tài chính làm tăng sự tham gia bởi các ngân hàng và tổ chức tài chính nước ngoài trên thị trường tài chính của mình, các nhà hoạch định chính sách của Singapore nhận thấy nhu cầu ngày càng tăng trong việc mở rộng quy mô và năng lực của các ngân hàng địa phương để đảm bảo khả năng cạnh tranh toàn cầu. Dưới sự cố vấn của MSA, các ngân hàng địa phương nhỏ hơn đã được sáp nhập, điển hình là việc tiếp quản Post Office Savings Bank (POSB) của Ngân hàng Phát triển Singapore (DBS) và sự hợp nhất của Overseas Union Bank vào United Overseas Bank Limited (UOB).



Quá trình hợp nhất này không chỉ giới hạn ở các ngân hàng hoặc khu vực tư nhân. Trên quan điểm về một khu vực tài chính ngày càng đa dạng và tích hợp, MAS đã tìm cách củng cố chính sách của mình bằng cách nhấn mạnh hai quyết sách chính của mình là cải cách quy định và thúc đẩy phát triển lĩnh vực tài chính. Điều này dẫn đến việc tái cơ cấu tổ chức đáng kể vào năm 1997, và hình thành Ban Xúc tiến Khu vực Tài chính, nơi tập trung vào việc thúc đẩy các hoạt động tài chính và phát triển Singapore thành một TTTC quốc tế hàng đầu.

### **3.2 Các lĩnh vực chính**

Một số lĩnh vực hoặc thị trường tài chính có vị thế đặc biệt quan trọng đối với sự thành công của Singapore. Những lĩnh vực này đại diện cho thế mạnh của Singapore với tư cách một TTTC toàn cầu, cũng như thu hút các nhà đầu tư và tổ chức tài chính nước ngoài.

#### **3.2.1 Ngân hàng và Tài chính**

Singapore có vai trò quan trọng trong khu vực và toàn cầu như một trung tâm ngân hàng lớn. Theo MAS, các ngân hàng ở Singapore nắm giữ tổng tài sản hơn 2 nghìn tỷ đô la Mỹ tính đến năm 2019. Số ngân hàng thương mại là 155, trong đó 5 ngân hàng trong nước và 150 ngân hàng nước ngoài, trong số này có 97 là ngân hàng bán buôn. Đặc biệt, 3 ngân hàng địa phương lớn nhất của Singapore là DBS, UOB và OCBC đã được xếp hạng trong nhóm các thương hiệu ngân hàng mạnh nhất và có giá trị nhất thế giới.

Hơn nữa, lĩnh vực ngân hàng của Singapore còn có khả năng tạo ra hiệu ứng lan tỏa kinh tế. Khu vực ngân hàng hỗ trợ các hoạt động thương mại, tài chính doanh nghiệp và xây dựng cơ sở hạ tầng. Do đó khu vực ngân hàng của Singapore đóng một vai trò quan trọng, không chỉ đơn giản là một lĩnh vực tăng trưởng mà còn tạo điều kiện cho các hoạt động kinh tế và tài chính khác nữa. Tuy nhiên, lĩnh vực ngân hàng của Singapore cũng phải đối mặt với những thách thức về quy định, đặc biệt là về các hoạt động rửa tiền và thao túng lãi suất.

#### **3.2.2. Quản lý tài sản (*Assets Under Management - AUM*)**

Quản lý tài sản đã được xác định là một lĩnh vực tăng trưởng quan trọng trong những năm 1980, Singapore kể từ đó vươn lên trở thành một trung tâm quản lý tài sản hàng đầu Châu Á. Theo Khảo sát Quản lý Tài sản năm của MAS, trong năm 2019, tài sản đặt dưới sự quản lý của các tổ chức ở Singapore lên tới 3,97 nghìn tỷ đô la Singapore, tăng trưởng 16% so với năm trước. Tài sản này được quản lý bởi 895 nhà quản lý quỹ đã đăng ký và được cấp phép. Quan trọng hơn, Singapore đã nhanh chóng vươn lên trở thành một trung tâm quản lý tài sản hàng đầu trong khu vực và toàn cầu, đóng một vai trò trung gian quan trọng cho các luồng vốn đầu tư tư nhân toàn cầu. 76% AUM của Singapore có nguồn gốc

từ bên ngoài, với 69% AUM đầu tư vào khu vực Châu Á Thái Bình Dương. Singapore đã trở thành một trung tâm cho các nhà đầu tư tổ chức tìm kiếm cơ hội tiếp cận thị trường vốn tư nhân ở Châu Á.

Sự nổi lên của Singapore như là một trung tâm quản lý tài sản hàng đầu dựa trên vị trí chiến lược của nó trong một khu vực đang phát triển. Điển hình là, với sự phát triển kinh tế mạnh của các quốc gia như Trung Quốc và Indonesia, ngày càng có nhiều cá nhân có giá trị tài sản ròng cao ở các quốc gia này đã thúc đẩy sự phát triển nhanh chóng của lĩnh vực quản lý tài sản của Singapore. Tuy nhiên, giống như ngân hàng, lĩnh vực quản lý tài sản của Singapore phải đối mặt với những thách thức về quy định, chẳng hạn như trốn thuế, đòi hỏi cải cách quy định và hợp tác giữa MAS và các cơ quan quản lý tài chính khác.

### 3.2.3. Thị trường vốn

Vị thế TTTC lớn của Singapore thể hiện qua chiều sâu và tính thanh khoản của thị trường vốn, với thị trường trái phiếu, vốn cổ phần, ngoại hối và thị trường phái sinh phi tập trung. Về trái phiếu công ty thì tổng giá trị phát hành trong năm 2019 là 233 tỷ đô la Singapore, bao gồm cả nợ định danh bằng SGD và nợ không phải SGD (trong đó nợ định danh bằng ngoại tệ chiếm 87,6%), được phát hành bởi một nhóm đa dạng các tổ chức phát hành nước ngoài. Sự đa dạng về loại hình phát hành và tổ chức phát hành trái phiếu này đã phản ánh vị thế một trung tâm quốc tế về thị trường giao dịch chứng khoán có thu nhập cố định.

Thị trường vốn cổ phần của Singapore được biết đến là một trong những thị trường có quy mô lớn nhất trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương, với gần 800 công ty niêm yết trên SGX, quy mô vốn hóa thị trường là 697,27 tỷ USD và giá trị giao dịch chứng khoán trung bình hàng ngày vượt quá 1,1 tỷ USD vào năm 2019. Giống như các thị trường tài chính khác, thị trường vốn cổ phần của Singapore có tính quốc tế hóa cao, với các công ty nước ngoài chiếm 40% danh sách niêm yết trên SGX. Tuy nhiên, thị trường vốn này đang bị ảnh hưởng tiêu cực bởi sự biến động trên thị trường khu vực và toàn cầu.

Ngoài trái phiếu và cổ phiếu, Singapore cũng là một trung tâm giao dịch ngoại hối quan trọng lớn nhất ở Châu Á Thái Bình Dương và đứng thứ ba trên thế giới, sau London và New York. Theo thống kê của BIS, trong năm 2019, khối lượng giao dịch trung bình hàng ngày lên tới 633 tỷ USD, chiếm 7,6% thị phần toàn cầu.

### 3.2.4. Bảo hiểm

Quyết định tự do hóa lĩnh vực bảo hiểm của MAS vào năm 2000 mở ra nhu cầu về hoạt động kinh doanh bảo hiểm và tái bảo hiểm cho thị trường quốc tế, tạo điều kiện để

Singapore đóng trung tâm bảo hiểm và tái bảo hiểm hàng đầu ở Châu Á và tổng phí bảo hiểm tăng lên 4,36 tỷ đô la Singapore vào năm 2019. Phần lớn sự tăng trưởng này được cho là nhờ hoạt động kinh tế gia tăng liên tục ở khu vực Châu Á, dân số già và sự gia tăng của các thảm họa thiên nhiên. Tổng cộng 182 công ty bảo hiểm được cấp phép đã giao dịch tại Singapore, bao gồm 80 công ty bảo hiểm trực tiếp (trong số trong đó 17 doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ, 56 doanh nghiệp bảo hiểm tổng hợp và 7 doanh nghiệp bảo hiểm hỗn hợp) và 31 doanh nghiệp tái bảo hiểm. Bên cạnh quy mô thị trường, lĩnh vực bảo hiểm cũng đã trải qua một mức độ đa dạng hóa đáng kể trong loại hình dịch vụ bảo hiểm. Nhiều dịch vụ trong số này đóng góp vào tăng trưởng kinh tế nói chung và tác động đến các thị trường tài chính khác trong vai trò phân bổ lại rủi ro và cung cấp rủi ro dịch vụ tư vấn.

### 3.2.5. FinTech

Khi nền kinh tế Singapore tiến hành số hóa trong những năm 2000, sự xuất hiện của các công ty khởi nghiệp công nghệ cao kết hợp với ngành tài chính của Singapore đã hình thành nên lĩnh vực FinTech (Công nghệ tài chính). Tuy nhiên, sự xuất hiện của lĩnh vực FinTech không phải mang tính ngẫu nhiên mà chính là từ chiến lược Sáng kiến Quốc gia thông minh của chính phủ Singapore, nhằm áp dụng các công nghệ kỹ thuật số tiên tiến vào quy trình chính sách của các cơ quan hành chính, cũng như khai thác các lợi thế tiềm năng của lĩnh vực này.

Một thành phần quan trọng của Sáng kiến Quốc gia thông minh chính là mục tiêu của MAS về thiết lập “TTTC thông minh”, nhằm tận dụng các công nghệ kỹ thuật số để nâng cao các quy chế tài chính. Theo GIFC, Singapore được xếp hạng thứ chín trong số các trung tâm FinTech hàng đầu thế giới, và là trung tâm FinTech hàng đầu khu vực Đông Nam Á.

### 3.3 Trụ cột duy trì và phát triển vị thế trung tâm tài chính

MAS đã xác định ba trụ cột nền tảng giúp Singapore giữ vững vai trò một TTTC toàn cầu là:

- Môi trường kinh doanh chuyên nghiệp thuận lợi
- Khả năng cạnh tranh về chi phí và cơ sở hạ tầng kinh doanh
- Lực lượng lao động lành nghề

Ba trụ cột trên đã góp phần vào khả năng cạnh tranh của Singapore trên thế giới khi tập trung vào các yếu tố xếp hạng năng lực cạnh tranh bao gồm: môi trường kinh doanh, phát triển khu vực tài chính, vốn nhân lực và danh tiếng.

Trong báo cáo năm 2020 của Worldbank về Mức độ Dễ dàng Kinh doanh (**Ease of Doing Business**), Singapore xếp hạng 2 về các quy định thân thiện với doanh nghiệp và tiếp tục là điểm thu hút lớn đối với các tổ chức tài chính toàn cầu tìm cách thiết lập sự

hiện diện ở Châu Á. Các quy định thân thiện với doanh nghiệp này đã được bổ sung bởi Quỹ Phát triển Khu vực Tài chính của MAS, với quy định ưu đãi thuế và trợ cấp cho các tổ chức tài chính để thành lập hoặc mở rộng hoạt động của họ trong Singapore.

Định hướng thứ hai xuất phát từ khả năng cạnh tranh về mặt chi phí và cơ sở hạ tầng cho kinh doanh. Tiền thuê văn phòng ở Singapore vẫn thấp hơn đáng kể so với các TTTC đối thủ hàng đầu như London, New York, Hong Kong và Tokyo. Lợi thế của Singapore với tư cách là một TTTC toàn cầu còn nằm ở nhóm cơ sở hạ tầng, bao gồm hệ thống giao thông công cộng hiệu quả, cơ sở hạ tầng công nghệ tiên tiến, và mức độ tự do hóa thương mại cao trên cơ sở các Hiệp định Thương mại Tự do (FTA) mà Singapore đã tham gia.

Hơn nữa, Singapore còn có sức hấp dẫn cao đối với các chuyên gia trong lĩnh vực tài chính, từ đó đóng góp vào lực lượng lao động lành nghề của Singapore. Đây được xem là yếu tố quan trọng then chốt đối với sự phát triển thành công của Singapore. Để đảm bảo duy trì nguồn lao động có kỹ năng như vậy, MAS đã giới thiệu các sáng kiến như Kế hoạch phát triển nhân tài khu vực tài chính, Đề án đào tạo lĩnh vực tài chính và Chương trình học bổng tài chính nhằm tạo điều kiện phát triển các kỹ năng và chuyên môn trong lĩnh vực tài chính.

### **3.5 Các bài học về mặt chính sách**

Lịch sử phát triển của Singapore với tư cách là một TTTC lớn được quyết định bởi năng lực điều hành của chính phủ với các quyết sách thích hợp.

#### *3.5.1 Định hướng phát triển theo ngành và hoạch định chính sách dài hạn*

Chính phủ Singapore ngay từ đầu đã tìm cách xác định các thị trường tài chính cụ thể và những lĩnh vực tăng trưởng tiềm năng, đi liền với đó là thực thi chính sách nhằm phát triển các lĩnh vực này. Cách tiếp cận của chính phủ trong việc hoạch định chính sách kinh tế và tài chính mang tính dài hạn, như việc thành lập các ủy ban lập kế hoạch tập trung như Ủy ban đánh giá kinh tế hoặc Ủy ban về nền kinh tế tương lai. Các ủy ban này bao gồm các nhà hoạch định chính sách, các chuyên gia trong ngành và các nhà học thuật giúp đưa ra các đề xuất mang tính đột phá trong phát triển của Singapore. Do đó, trong khi việc xây dựng và thực thi chính sách tài chính ở Singapore có dấu ấn của quy hoạch và chỉ đạo từ chính phủ.

#### *3.5.2 Đồng kiến tạo chính sách*

Các ủy ban hoạch định chính sách thường có sự tham gia của nhà quản trị khu vực tư nhân, các nhà nghiên cứu và các chuyên gia độc lập. Sự tham gia này của các tổ chức phi nhà nước trong các quy trình thiết lập chính sách của chính phủ hướng đến định hướng trong điều hành là đồng kiến tạo chính sách. Quan trọng hơn, việc đồng kiến tạo chính

sách đã góp phần vào việc gia tăng tuân thủ quy định, do các nhà hoạch định chính sách kết hợp những phản hồi nhận được từ các bên tham gia thị trường và thiết kế lại các quy định để giảm thiểu chi phí phát sinh từ các quy định quá khắt khe, đồng thời đảm bảo tính ổn định chung của hệ thống. Ngoài các ủy ban hoạch định chính sách chính thức, chính sách đồng sáng tạo cũng diễn ra thông qua các buổi tham vấn không chính thức giữa các cơ quan quản lý và hoạch định chính sách với các chủ thể khác, tạo ra một mạng lưới “quan hệ chính sách” dày đặc giữa các chủ thể nhà nước và phi nhà nước.

#### **4. Kinh nghiệm xây dựng trung tâm tài chính Thượng Hải**

Nằm ở bờ biển phía Đông của Trung Quốc và là một trong 04 thành phố trực thuộc trung ương; Thành phố Thượng Hải có tổng diện tích 6,340.5 km<sup>2</sup>, chiếm chỉ khoảng 0.06% tổng diện tích của cả Trung Quốc. Dân số Thượng Hải năm 2019 là 24,28 triệu người, giữ vị trí dẫn đầu tại Trung Quốc, mật độ dân số tại thành phố rất cao, khoảng 3.830 người/km<sup>2</sup>. Năm 2019, Thượng Hải đạt tổng GDP khoảng 3.816 tỷ Nhân dân tệ (gần 4% giá trị GDP toàn Trung Quốc), tương đương gần 600 tỷ USD, trong đó lĩnh vực dịch vụ đóng góp chủ chốt với tỷ trọng gần 73%. GDP bình quân đầu người liên tục cải thiện qua các năm với tốc độ tăng trưởng bình quân giai đoạn 2007-2019 gần 8,7%/năm. Thượng Hải hiện được xem là thủ đô kinh tế của Trung Quốc.

**Bảng 3. Tổng GDP và GDP bình quân đầu người của Thượng Hải qua các năm**

Năm	GDP (tỷ yuan)	Nông nghiệp		Công nghiệp- Xây dựng		Dịch vụ		GDP bình quân đầu người	
		Giá trị	Tỷ trọng	Giá trị	Tỷ trọng	Giá trị	Tỷ trọng	yuan/người	USD/người
2007	1,288	10	0.77%	568	44.08%	710	55.14%	63,951	8,410
2008	1,454	11	0.75%	622	42.76%	821	56.49%	69,154	9,957
2009	1,574	11	0.71%	618	39.29%	945	60.00%	72,363	10,593
2010	1,792	11	0.64%	743	41.50%	1,037	57.86%	79,396	11,728
2011	2,001	13	0.63%	817	40.83%	1,171	58.54%	86,061	13,326
2012	2,131	13	0.61%	817	38.37%	1,300	61.03%	90,127	14,278
2013	2,320	13	0.57%	829	35.71%	1,479	63.72%	96,773	15,626
2014	2,527	13	0.52%	863	34.16%	1,650	65.31%	104,402	16,996
2015	2,689	13	0.47%	841	31.27%	1,835	68.26%	111,081	17,835
2016	2,989	11	0.38%	857	28.68%	2,120	70.94%	123,628	18,612
2017	3,293	11	0.34%	953	28.93%	2,329	70.73%	136,109	20,159
2018	3,601	10	0.29%	1,036	28.77%	2,555	70.94%	148,744	22,478
2019	3,816	10	0.27%	1,030	26.99%	2,775	72.74%	157,279	22,799

*Nguồn: Shanghai Statistical Yearbook*

#### 4.1. Lịch sử phát triển

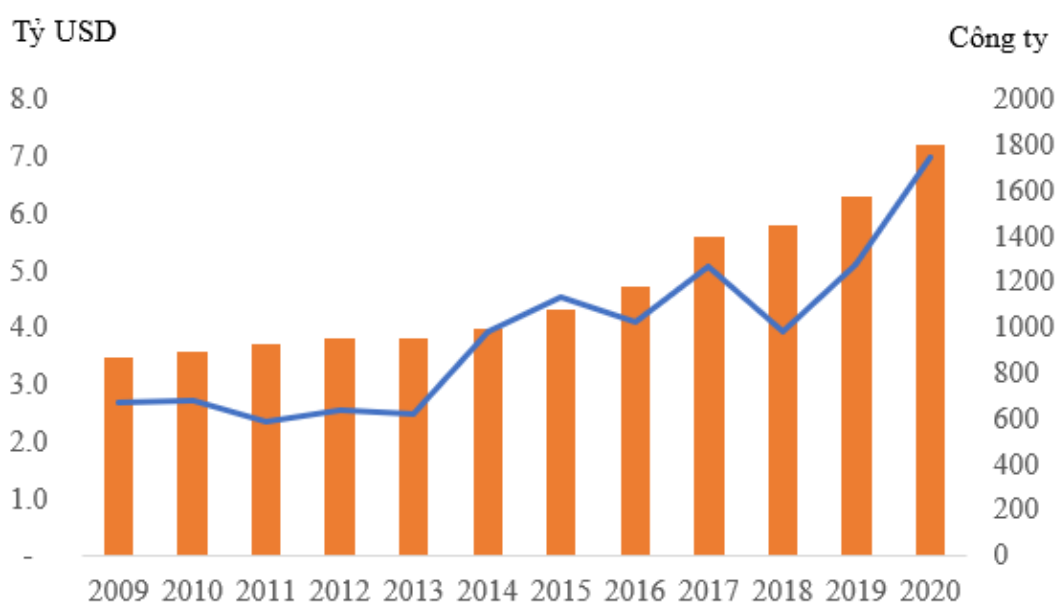
Xuất phát từ một làng chài hẻo lánh, Thượng Hải đã trở thành một thành phố quan trọng bậc nhất của Trung Quốc và hiện là hải cảng sầm uất nhất thế giới. Trong những năm 1930, Thượng Hải được ví là “Paris của phương Đông”, là trung tâm tài chính của Châu Á Thái Bình Dương với mức vốn hóa của thị trường chứng khoán xếp thứ 3 trên thế giới, thu hút được 33 ngân hàng nước ngoài mở chi nhánh hoạt động, nhiều hơn ở Hồng Kông (21) hoặc Singapore (17). Khủng hoảng tiền tệ toàn cầu, lạm phát thời chiến, cuộc xâm lược của Nhật Bản cùng với sự tiếp quản của cộng sản vào năm 1949 đã đẩy các doanh nhân, chủ ngân hàng rút vốn khỏi Trung Quốc. Dưới nền kinh tế chỉ huy, các tổ chức tài chính được tái lập ở Bắc Kinh. Từ năm 1956 đến năm 1978, sự phát triển của Thượng Hải được định hướng theo phương thức công nghiệp nặng của Liên Xô. Các chính sách kinh tế và chính trị không thực tế trên toàn quốc cũng tác động nghiêm trọng đến nền kinh tế và cơ sở hạ tầng của thành phố. Cùng lúc đó, Tokyo, Hong Kong, Singapore và các trung tâm khác đã phát triển nhanh chóng và đảm bảo vị trí hàng đầu trong nền kinh tế toàn cầu. Năm 1990-1991, Thượng Hải đã được trao cho những đặc quyền trong đợt cải cách kinh tế thứ hai của Trung Quốc. Tốc độ tăng trưởng kinh tế của Thượng Hải đã vượt qua tốc độ tăng trưởng của quốc gia vào năm 1992 và tăng trung bình khoảng 12,75%/năm trong giai đoạn 1992-2007.

Sở giao dịch chứng khoán Thượng Hải được tái thành lập vào tháng 12 năm 1990 với tư cách là một trong hai sàn giao dịch (Thẩm Quyển có quy mô nhỏ hơn) ở đại lục, kích thích sự phát triển của thị trường tài chính Trung Quốc. Các tổ chức tài chính nước ngoài tại Thượng Hải được phép mở chi nhánh vào năm 1990 và hoạt động kinh doanh nội tệ từ năm 1996. Các hoạt động tài chính dần dần mở rộng sự hiện diện của họ ở Thượng Hải, đặc biệt là ở khu Lujiazui ở Phố Đông. Tuy nhiên, Sở giao dịch chứng khoán Thượng Hải vẫn không hoàn toàn mở cửa cho các nhà đầu tư nước ngoài và thường bị ảnh hưởng bởi các quyết định của chính quyền trung ương, do các biện pháp kiểm soát tài khoản vốn do chính quyền Trung Quốc đại lục thực hiện. Chứng khoán được niêm yết tại SSE bao gồm ba loại chính là cổ phiếu, trái phiếu và quỹ. Trái phiếu được giao dịch trên SSE bao gồm trái phiếu kho bạc (T-bond), trái phiếu công ty và trái phiếu công ty chuyển đổi. Thị trường cổ phiếu SSE là thị trường sôi động nhất của loại hình này ở Trung Quốc. Có hai loại cổ phiếu đang được phát hành tại Sở giao dịch chứng khoán Thượng Hải: cổ phiếu “A” và cổ phiếu “B”. Cổ phiếu A được định giá bằng đồng nhân dân tệ địa phương, trong khi cổ phiếu B được định giá bằng đô la Mỹ. Ban đầu, việc giao dịch cổ phiếu A chỉ được áp dụng cho các nhà đầu tư trong nước trong khi cổ phiếu B được cung cấp cho cả nhà đầu tư trong nước (từ năm 2001) và nước ngoài. Tuy nhiên, sau khi các cải cách được thực hiện vào tháng 12 năm 2002, các nhà đầu tư nước ngoài hiện được phép (có giới

hạn) giao dịch cổ phiếu A theo chương trình Nhà đầu tư tổ chức nước ngoài đủ điều kiện (QFII) được chính thức triển khai vào năm 2003.

Năm 2009, Thượng Hải là TTTC và thương mại lớn nhất của Trung Quốc đại lục, có 133 ngân hàng, 307 nhà cung cấp bảo hiểm và 93 công ty chứng khoán. Trong tổng số 787 tổ chức tài chính, 170 tổ chức là tổ chức nước ngoài. Vào tháng 3 năm 2009 khi chính phủ trung ương Trung Quốc thông qua kế hoạch đưa Thượng Hải thành một trung tâm vận tải và tài chính toàn cầu vào năm 2020. Theo đó, các quan chức thành phố đã cam kết các lợi ích về nhà ở và chăm sóc sức khỏe để lôi kéo các chuyên gia tài chính trở lại Thượng Hải. Và để thu hút các quỹ và nhà quản lý toàn cầu, từ tháng 8/2009 các nhà quản lý đã nói lỏng các hạn chế đối với các công ty cổ phần tư nhân nước ngoài huy động nội tệ từ các nhà đầu tư Trung Quốc cũng như đề xuất các công ty nước ngoài sẽ được phép niêm yết cổ phiếu tại đại lục từ 2010. Ngoài ra, Chính phủ Trung Quốc cũng nỗ lực thúc đẩy một tỷ lệ cao trong khối lượng giao dịch tài chính ngày càng tăng của Trung Quốc chảy qua Thượng Hải, thông qua luật pháp và quy định, chẳng hạn như bằng cách cấp phép giao dịch và các hoạt động diễn ra chủ yếu ở Thượng Hải. Nhờ đó, nền kinh tế Thượng Hải tiếp tục tăng trưởng ở mức cao với đóng góp ngày càng gia tăng của lĩnh vực dịch vụ và vào năm 2020, thị trường chứng khoán Thượng Hải đã trở lại vị trí thứ 3 toàn cầu về mức vốn hóa. Bên cạnh đó, Thượng Hải cũng đẩy mạnh phát triển thị trường trái phiếu và thị trường phái sinh nhằm đa dạng công cụ huy động vốn cũng như sản phẩm đầu tư.

**Hình 1: Giá trị vốn hóa và số lượng công ty niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Thượng Hải**

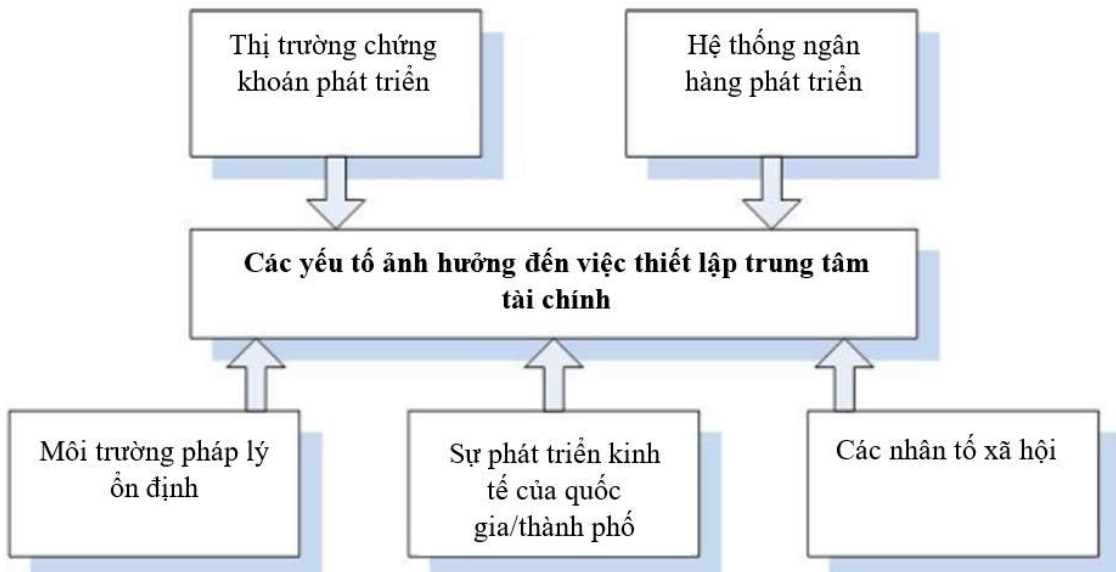


Nguồn: sse.com.cn

#### 4.2 Trụ cột duy trì và phát triển vị thế trung tâm tài chính

Dựa trên các yếu tố ảnh hưởng đến sự hình thành TTTC của Solovjova và cộng sự, (2018) có thể thấy, Thượng Hải có nền tảng thuận lợi để phát triển thành TTTC khu vực Châu Á cũng như toàn cầu.

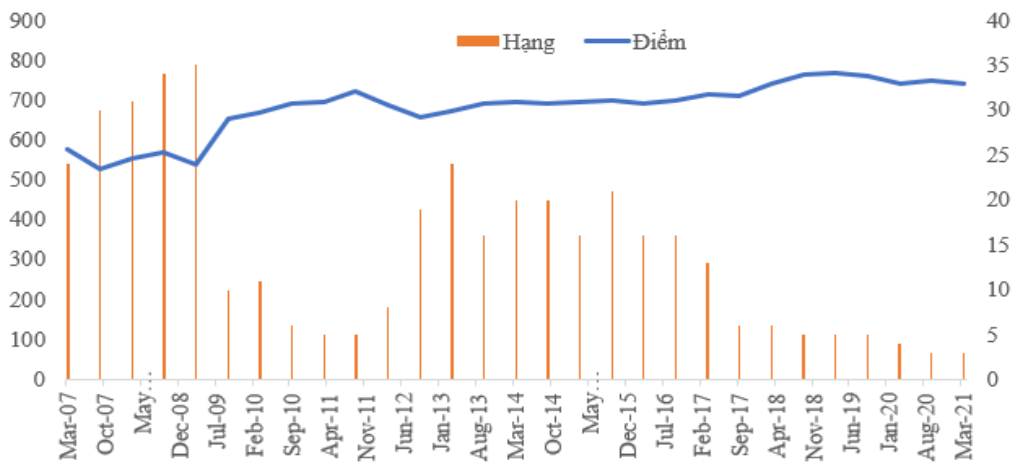
**Hình 2. Các yếu tố ảnh hưởng đến sự phát triển của trung tâm tài chính quốc tế**



*Nguồn: Solovjova et al., (2018)*

Thực tế, kể từ năm 2009 trở lại đây, Thượng Hải đã có những bước cải thiện đáng kể trong bảng xếp hạng Chỉ số TTTC Toàn cầu (GFCI) của Z/Yen Group.

**Hình 3. Đánh giá về khả năng cạnh tranh của trung tâm tài chính Thượng Hải**



*Nguồn: GFCI 1-29*



Mặc dù ngày càng khẳng định vai trò của một TTTC khu vực và có thứ hạng cao về năng lực cạnh tranh nhưng Thượng Hải vẫn chưa thể trở thành TTTC toàn cầu vào năm 2020 như kế hoạch. Một trong những cản trở lớn có lẽ đến từ sự chưa phù hợp của cơ sở hạ tầng và môi trường pháp lý cần thiết cho các nhà giao dịch, nhà quản lý tài sản và các ngân hàng toàn cầu thực hiện các giao dịch. Nhiều nhà kinh tế cho rằng, việc Trung Quốc sử dụng một loại tiền tệ không thể chuyển đổi, một mạng internet khép kín là chưa phù hợp với đặc tính của một trung tâm thương mại toàn cầu.

## 5. Kết luận

TTTC là một khu vực địa lý (ở mức độ thành phố hoặc tương đương) trong đó lĩnh vực tài chính phát triển ở mức độ cao, thể hiện ở việc tập trung nhiều ngân hàng và các tổ chức tài chính lớn mạnh, cơ sở hạ tầng phát triển và các yếu tố khác phục vụ cho các giao dịch tài chính diễn ra thuận lợi, nhanh chóng. Theo đó, khi trung tâm đi vào hoạt động sẽ trở thành một động lực mới quan trọng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, thu hút các dòng vốn đầu tư quốc tế, đẩy mạnh các hoạt động thương mại, đầu tư, tài chính, góp phần quan trọng trong việc nâng tầm quốc gia lên một vị thế mới trong bản đồ các trung tâm phát triển của thế giới. Từ bài học kinh nghiệm về xây dựng TTTC của Singapore và Thượng Hải cho thấy cả hai TTTC này đều có xuất phát điểm là một khu vực kinh tế kém phát triển, nhưng với quyết tâm cao của trong việc hoạch định chính sách, kiên trì duy trì xây dựng một môi trường pháp lý ổn định, đồng thuận trên cơ sở đồng kiến tạo chính sách đã đưa thị trường tài chính phát triển vượt bậc và có tầm ảnh hưởng trong khu vực cũng như toàn cầu.

Ý tưởng xây dựng một TTTC ở Việt Nam đã được nhận được nhiều sự quan tâm của Chính phủ, các bộ ngành trong thời gian qua. Theo đánh giá của các chuyên gia trên thế giới, cũng như rất nhiều nghiên cứu trong nước, thị trường tài chính Việt Nam là một thị trường phát triển rất nhanh và có tiềm năng rất lớn trong khu vực. Việt Nam hiện nay cũng đã có hai TTTC quốc gia là Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh. Trong đó, TP.HCM đang có nhiều điều kiện thuận lợi để ghi tên mình trên bản đồ thị trường tài chính toàn cầu. Theo báo cáo của Cục Thống kê TPHCM, năm 2020 TP.HCM đóng góp trên 22% GDP của cả nước, 27% tổng thu ngân sách cả nước, 23% tổng kim ngạch xuất khẩu, 22% tổng vốn FDI cả nước, vốn hóa thị trường chứng khoán khoảng 286.270 tỷ đồng và chiếm một lượng lớn đầu tư gián tiếp qua kênh mua bán - sáp nhập (M&A), các quỹ đầu tư mạo hiểm, kiều hối... Điều này cho thấy, nhu cầu hoạt động tài chính ở khu vực TP.HCM là rất lớn, là điều kiện tốt để hình thành và phát triển một TTTC. Bên cạnh đó, Việt Nam có múi giờ khác biệt với 21 TTTC lớn nhất toàn cầu. Đây là lợi thế của Việt Nam trong việc thu hút dòng vốn nhân rồi trong thời gian nghỉ giao dịch từ các TTTC hiện có. Đồng thời, chỉ mất khoảng 3h để bay từ TP.HCM đến các nền kinh tế năng động như: Singapore,

Malaysia, Indonesia, Thái Lan, Ấn Độ, Trung Quốc, Phillipines; nếu xa hơn chút là Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan.

Tuy nhiên, để vươn tới tầm TTTC khu vực và thế giới thì chúng ta còn rất nhiều việc phải làm. *Thứ nhất*, hệ thống tài chính của Việt Nam hiện tại vẫn dựa nhiều vào kênh huy động vốn từ ngân hàng, kênh huy động vốn từ trái phiếu và cổ phiếu chưa phát triển tương xứng với tiềm năng khi chỉ chiếm khoảng. Điều này trái ngược với các quốc gia có hệ thống tài chính phát triển như Singapore hay Mỹ, khi thị trường vốn chiếm tỉ trọng rất lớn, có vai trò quan trọng và hoạt động rất nhộn nhịp, ví dụ như Singapore thị trường cổ phiếu chiếm 149,8% GDP và thị trường trái phiếu chiếm 79.37% GDP

*Thứ hai*, về hệ thống luật pháp, chính phủ Việt Nam đã và đang cố gắng xây dựng những bộ luật đạt tiêu chuẩn quốc tế, tuy nhiên hệ thống luật pháp Việt Nam phản ứng khá chậm với những biến đổi của thị trường. Ngoài ra, chính sách đối với các công ty nước ngoài ở Việt Nam cũng còn nhiều bất cập nên khó thu hút được các nhà đầu tư nước ngoài. Sự linh hoạt trong khuôn khổ pháp lý là chưa có. Các quy tắc ứng xử và chuẩn mực chung cho các giao dịch tài chính nói chung còn thiếu.

*Thứ ba*, về hạ tầng tài chính, cơ bản là Việt Nam đã có đầy đủ những cấu phần cần thiết của một TTTC. Nhưng chất lượng của chúng thì vẫn chưa tương xứng với tiềm năng phát triển. Cụ thể, thị trường tài chính của Việt Nam chưa có tính kết nối cao với thị trường thế giới, các hoạt động xuyên biên giới vẫn đòi hỏi những thủ tục tương đối phức tạp. Hạ tầng viễn thông và Internet phát triển nhanh chóng nhưng chưa đủ để đáp ứng yêu cầu khắt khe của TTTC. Hà Nội và TPHCM đã có những sân bay quốc tế tương đối tốt, nhưng chưa đủ khả năng phục vụ một lượng khách lớn.

*Cuối cùng*, trong những năm gần đây, chính phủ Việt Nam đã đầu tư mạnh mẽ vào việc phát triển đội ngũ nhân sự chất lượng cao, sử dụng thành thạo tiếng Anh. Tuy nhiên, trình độ ngoại ngữ mặt bằng chung còn thấp so với các nước trong khu vực và thế giới.

TTTC của Việt Nam còn rất nhiều tiềm năng để phát triển tuy nhiên hiện nay quốc gia nào cũng muốn trở thành TTTC thế giới nên Việt Nam sẽ gặp phải sự cạnh tranh gay gắt, trong khi những trung tâm tài chính cũ đã khẳng định được vị thế trong thời gian dài.

Để đạt được mục tiêu có một TTTC quốc tế thì cần có sự ủng hộ tối đa của chính phủ trong việc xem mục tiêu này là một chính sách quốc gia. Chúng ta phải tập trung giải quyết những vấn đề còn tồn tại của nền kinh tế nói chung và thị trường tài chính nói riêng như như xây dựng cơ sở hạ tầng vật chất, cơ sở hạ tầng văn hóa, đánh giá tài năng và phát triển một hệ thống giáo dục giúp mọi người có kỹ năng phù hợp với yêu cầu đòi hỏi của thị trường.

### **Tài liệu tham khảo**

- Bank for International Settlements (2019). Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Over-the-counter (OTC) Derivatives Markets in 2019.
- Dufey, G. and I.H. Giddy (1978). Financial centres and external financial markets, Appendix 2 of *The International money market*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, pp. 35–47.
- Lee, K. Yeu (2016). Singapore’s Transformation into a Global Financial Hub. School of Public Policy, National University of Singapore.
- Monetary Authority of Singapore (2019). 2019 Singapore Asset Management Survey: Singapore - Global City, World of Opportunities.
- Monetary Authority of Singapore (2019). 2019 Singapore Asset Management Survey Singapore – The Asset Management and Sustainability Centre in Asia Pacific.
- Monetary Authority of Singapore (2020). Singapore Corporate Debt Market Development 2020 Singapore – Global City, World Of Opportunitie.
- Roberts, R. (1994), ‘Introduction’, in R. Roberts (ed.), *International financial centres: concepts, development and dynamics*, Aldershot, Hampshire: Edward Elgar Publishing Limited
- Solovjova, Irina & Rupeika-Apoga, Ramona & Romānova, Inna. (2018). Competitiveness enhancement of international financial centres. *European Research Studies Journal*. 21. 5-17.
- World Bank (2020). *Ease of Doing Business rankings*.
- Z/Yen (2020). *The Global Financial Centres Index*.

# 15.

## CƠ HỘI VÀ THÁCH THỨC TRONG VIỆC XÂY DỰNG TRUNG TÂM TÀI CHÍNH TP.HCM - BÀI HỌC KINH NGHIỆM RÚT RA TỪ TRUNG TÂM TÀI CHÍNH SINGAPORE VÀ HỒNG KÔNG.

**Mai Thị Phương Thảo\***

### **Tóm tắt**

*Trung tâm tài chính (TTTC) là một cụm từ phổ biến đang được nhiều diễn đàn kinh tế Việt Nam đề cập. Chính phủ Việt Nam cũng đang định hướng xây dựng TTTC tại TP.HCM tầm cỡ quốc gia trong ngắn hạn, phấn đấu đạt tầm cỡ TTTC khu vực và quốc tế trong trung và dài hạn. Bài nghiên cứu sẽ trình bày một số cơ hội và thách thức trong việc xây dựng TTTC tại TPHCM. Bằng cách so sánh sự thành công của hai TTTC Singapore và Hồng Kông, bài nghiên cứu cũng đưa ra một số biện pháp để Việt Nam tận dụng các cơ hội phát triển TTTC thành công.*

**Từ khóa:** Trung tâm tài chính khu vực, lợi ích.

### **1. Giới thiệu**

Theo Thomas và cộng sự (2013) TTTC là “một quốc gia hoặc khu vực tài phán cung cấp dịch vụ tài chính cho người không cư trú trên quy mô không tương xứng với quy mô và khả năng tài chính của nền kinh tế trong nước”. Các TTTC phát triển theo ba cách là tập trung vào thương mại, vốn huy động và bảo vệ tài sản. Charles Kindleberge (1993) tìm thấy Luân Đôn, Hồng Kông và Amsterdam đều nổi lên từ trung tâm thương mại, với tài chính phát triển từ sự bùng nổ kinh doanh thương mại quốc tế khi các thương gia chuyển từ kinh doanh thương mại sang hoạt động tài sản và tài chính. Ngược lại, New York, Berlin, Frankfurt, Tokyo và Thượng Hải được phát triển theo thiết kế hoặc nhu cầu để cạnh tranh với các nền kinh tế dựa trên trung tâm thương mại nói trên hoặc để phục vụ cho nhu cầu tài chính của riêng các thành phố lớn này.

Nhìn chung TTTC là một địa điểm tập trung nhiều người tham gia vào lĩnh vực ngân hàng, quản lý tài sản, bảo hiểm hoặc thị trường tài chính với các địa điểm và dịch vụ hỗ trợ cho các hoạt động này diễn ra. Những người tham gia có thể bao gồm các trung gian

---

\*Trường Đại học Kinh tế-Luật - Đại học Quốc gia TP. HCM | Email liên hệ: thaomtp@uel.edu.vn

tài chính (chẳng hạn như ngân hàng và nhà môi giới), nhà đầu tư tổ chức (chẳng hạn như nhà quản lý đầu tư, quỹ hưu trí, công ty bảo hiểm, quỹ phòng hộ) và tổ chức phát hành (chẳng hạn như các công ty và chính phủ). Hoạt động giao dịch có thể diễn ra trên các địa điểm như sàn giao dịch và liên quan đến việc thanh toán bù trừ, hoặc trực tiếp giữa những người tham gia. Các trung tâm tài chính thường tổ chức các công ty cung cấp nhiều loại dịch vụ tài chính, ví dụ liên quan đến sáp nhập và mua lại, chào bán ra công chúng hoặc các hoạt động của công ty; hoặc tham gia vào các lĩnh vực tài chính khác, chẳng hạn như cổ phần tư nhân và tái bảo hiểm. Các dịch vụ tài chính phụ trợ bao gồm các tổ chức xếp hạng, cũng như cung cấp các dịch vụ chuyên môn liên quan, đặc biệt là tư vấn pháp lý và dịch vụ kế toán. Dịch vụ tài chính là một lĩnh vực kinh doanh hấp dẫn đối với các thành phố đang tìm cách phát triển bởi vì nó đã là một lĩnh vực thành công, tăng trưởng cao trong thập kỷ vừa qua, và bởi vì nó là một lĩnh vực có tính di động cao, có thể bị ảnh hưởng trực tiếp bởi các chính sách, kế hoạch của chính quyền sở tại.

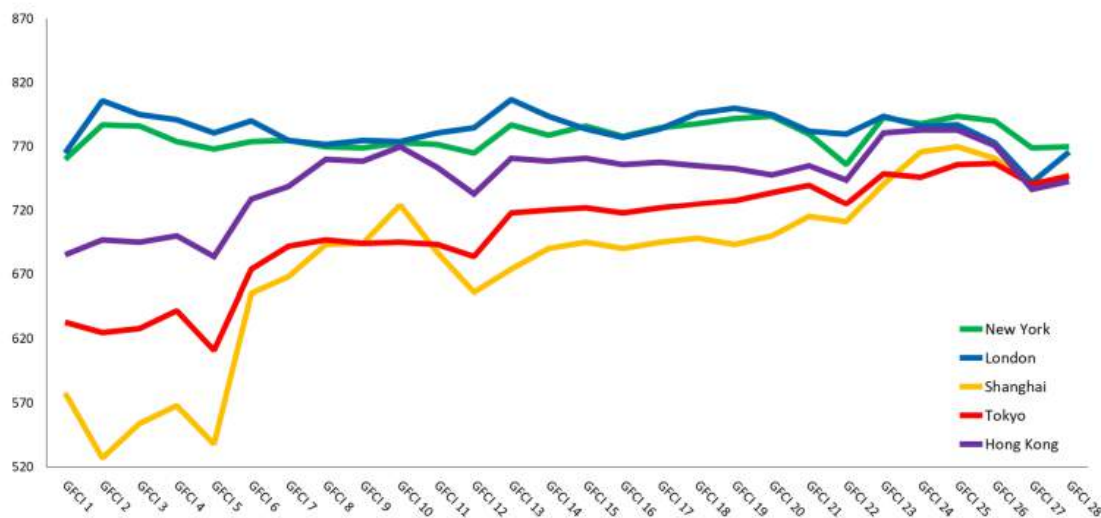
Hiện nay, các TTTC quốc tế và TTTC khu vực là những TTTC đầy đủ dịch vụ với khả năng tiếp cận trực tiếp với các nguồn vốn lớn từ các ngân hàng, công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư và thị trường vốn niêm yết. Chúng được phát triển lên TTTC dạng cao cấp, cung cấp đầy đủ các nguồn tài chính các dịch vụ phát triển để đáp ứng, dự đoán và tạo yêu cầu thông qua đổi mới tài chính của họ. Hiện tại, chỉ Luân Đôn, New York và Hồng Kông có thể được phân loại là TTTC dạng cao cấp. Ba thị trường này duy trì xếp hạng đứng đầu danh sách chất lượng TTTC thế giới trong suốt gần chục năm qua.

**Bảng 1. Xếp hạng TTTC GCFI năm 2018**

Centre	GFCI24 Rank ▲	GFCI24 Rating	Rank(+/-)	Rating(+/-)	Region
New York	1	788	▲ 1	◆ -5	North America
London	2	786	◆ -1	◆ -8	Western Europe
Hong Kong	3	783	0	▲ 2	Asia/Pacific
Singapore	4	769	0	▲ 4	Asia/Pacific
Shanghai	5	766	▲ 1	▲ 25	Asia/Pacific
Tokyo	6	746	◆ -1	◆ -3	Asia/Pacific
Sydney	7	734	▲ 2	▲ 10	Asia/Pacific
Beijing	8	733	▲ 3	▲ 12	Asia/Pacific
Zurich	9	732	▲ 7	▲ 19	Western Europe
Frankfurt	10	730	▲ 10	▲ 22	Western Europe

Nguồn: <https://globalfinancialcentres.net/explore/>

**Hình 1. Năm trung tâm tài chính hàng đầu**



Nguồn: GCFI (2020)

Tại Việt Nam, TPHCM là đầu tàu phát triển kinh tế, định hướng mục tiêu phát triển trung tâm tài chính TPHCM hoàn chỉnh ở cấp độ quốc gia, với các hoạt động đa dạng và tiềm năng tiếp nhận thêm nhiều hàng hóa, phát triển các loại thị trường tài chính, dịch vụ hỗ trợ theo chuẩn mực quốc tế. Trong trung và dài hạn, định hướng mục tiêu phát triển TPHCM thành TTTC tầm cỡ khu vực, có quy mô tập trung lớn, cung cấp dịch vụ tài chính cho các nước lân cận như Lào, Campuchia, Myanmar, hướng đến gia nhập mạng lưới TTTC tầm cỡ khu vực, cung cấp dịch vụ tài chính cho các quốc gia ngoài khu vực ASEAN. Trong bối cảnh đó, Việt Nam cần tận dụng cơ hội và thách thức như thế nào để có thể đi tắt đón đầu khi mà tại thị trường ASEAN đã có các TTTC lớn mạnh như Singapore và Hồng Kông. Trong đó TTTC Hồng Kông từng ra đời sau thị trường Tokyo nhưng đã vượt qua Tokyo và vươn lên xếp hạng 3, chỉ sau London. Như vậy tuy rằng TTTC hình thành sau nhưng vẫn có những cơ hội và cách thức tiếp cận để có thể đi tắt đón đầu. Bài nghiên cứu này sẽ xem xét các khía cạnh giúp Việt Nam tận dụng các cơ hội phát triển TTTC hiệu quả, thành công.

## 2. Các cơ hội và thách thức khi xây dựng TTTC

Sau đây là một số cơ hội mà TTTC mang lại khi xây dựng TTTC tại TPHCM

- TTTC phát triển giúp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, xóa đói giảm nghèo, cải thiện mức sống và kinh tế ổn định. Các ngân hàng khai thác các khoản tiết kiệm hộ gia đình để đầu tư vào những dự án có triển vọng thúc đẩy sự phát triển kinh tế. Việc sử dụng thị trường cổ phiếu, trái phiếu và thị trường phái sinh để đa dạng hóa rủi

ro khuyến khích đầu tư sinh lợi hơn.

- TTTC cũng làm giảm chi phí giao dịch do sự phát triển mạnh mẽ của công nghệ ứng dụng trong giao dịch tài chính giúp giảm thời gian và chi phí giao dịch.
- TTTC phát triển minh bạch kéo theo đó là hình thành cơ chế giám sát hoạt động quản trị doanh nghiệp; huy động và tổng hợp các khoản tiết kiệm; tạo điều kiện thuận lợi cho việc trao đổi hàng hóa, dịch vụ và công cụ tài chính.
- TTTC năng động thu hút nhiều công ty FDI, tập đoàn đa quốc gia đầu tư vào, từ đó giải quyết công ăn việc làm, nâng cao mức sống của người dân.

TP.HCM đang là một đầu tàu động lực chủ yếu của nền kinh tế Việt Nam. Theo số liệu 2019, TPHCM chỉ chiếm 9,35% dân số và 0,63% diện tích nhưng thành phố đã đóng góp 23% GDP, khoảng 27% ngân sách quốc gia, thu hút hơn 33% số dự án FDI của cả nước, chiếm một lượng lớn đầu tư gián tiếp qua kênh mua bán – sáp nhập, các quỹ đầu tư mạo hiểm, kiều hối... Nếu việc hình thành TTTC tại TPHCM thành công, lợi ích mang lại từ TTTC có thể giúp TPHCM tăng trưởng các chỉ tiêu GDP, đóng góp ngân sách... nhiều hơn nữa.

Bên cạnh những lợi ích kể trên, vẫn còn tồn tại một số thách thức khi hình thành TTTC như sau:

- Theo Cục Thống kê Việt Nam, cứ bình quân 5 năm, dân số TPHCM tăng thêm một triệu người, trong khi mật độ đường giao thông, nhà ở không theo kịp, cơ sở hạ tầng còn quá tải, lạc hậu, xuống cấp, môi trường sống ô nhiễm, chưa xứng tầm một thành phố công nghiệp lớn nhất cả nước.
- Quá trình cơ cấu lại TTTC còn chậm, quy mô thị trường chứng khoán còn nhỏ so với các đô thị trong khu vực. Cùng với đó, tỷ lệ vốn hóa của thị trường chứng khoán trên GRDP của thành phố còn thấp, mới đạt 52%, trong khi Singapore 243%, Bangkok 120%... Điều này khiến tình trạng khan hiếm nguồn lực phát triển vốn đã khó khăn càng trở nên trầm trọng.
- Hệ thống ngân hàng thương mại cổ phần tuy phát triển mạnh nhất cả nước nhưng so với các tổ chức tín dụng trong khu vực vẫn còn nhỏ bé về quy mô và thiếu kinh nghiệm trong dịch vụ tài chính quốc tế, phân tích thị trường, thẩm định dự án. Cấu trúc và năng lực kinh doanh của các định chế tài chính - ngân hàng còn yếu kém, phát triển manh mún, liên kết lỏng lẻo.
- Thành phố cũng thiếu vắng các nhà đầu tư chuyên nghiệp như các quỹ đầu tư, các công ty ủy thác, các nhà môi giới tiền tệ...

Như vậy những yếu tố cơ sở hạ tầng, thị trường tài chính, hệ thống ngân hàng là những thách thức quan trọng, có thể làm giảm sức hấp dẫn của thành phố về giao dịch thương mại, kinh doanh, đầu tư và tác động tiêu cực đến triển vọng phát triển trở thành TTTC khu vực và quốc tế.

### **3. Các cơ hội và thách thức khi xây dựng TTTC**

Theo GCFI 28 (The Global Financial Centres Index 28) – chỉ số xếp hạng TTTC năm 2020, các yếu tố để đánh giá khả năng cạnh tranh của một trung tâm tài được nhóm lại thành năm lĩnh vực sau: cơ sở hạ tầng, cơ cấu thị trường tài chính, môi trường pháp lý, nguồn nhân lực và uy tín. Do đó tác giả sẽ so sánh TTTC Singapore và Hồng Kông theo 5 tiêu chí này.

#### ***3.1. Sơ lược về định hướng phát triển của TTTC Singapore và Hồng Kông***

Vào cuối những năm 1960, các ngân hàng quốc tế bắt đầu tìm kiếm một thành phố châu Á có tổ chức thị trường đô la châu Á. Thị trường này sẽ là một phần mở rộng của thị trường Eurodollar đang phát triển nhanh chóng ở một múi giờ khác. Tuy nhiên thời điểm đó, chính phủ Hồng Kông không sẵn lòng miễn thuế nhà thầu 15% đối với thu nhập lãi từ tiền gửi ngoại tệ và áp đặt lệnh cấm cấp phép ngân hàng, sau cuộc khủng hoảng ngân hàng năm 1965. Lệnh cấm chỉ được dỡ bỏ vào năm 1978 do áp lực ngày càng tăng từ các ngân hàng quốc tế và cũng bởi sự cạnh tranh gay gắt từ thị trường Singapore. Việc dỡ bỏ giấy phép ngân hàng dẫn đến sự gia tăng đáng kể các ngân hàng nước ngoài được cấp phép trên thành phố. Các biện pháp tự do hóa khác cũng được thực hiện để thúc đẩy Hồng Kông trở thành một TTTC quốc tế. Hơn nữa, năm 1978 Trung Quốc bắt tay vào chính sách mở cửa đầy tham vọng của mình. Điều này đã giúp Hồng Kông thành một TTTC và cửa ngõ vào Trung Quốc.

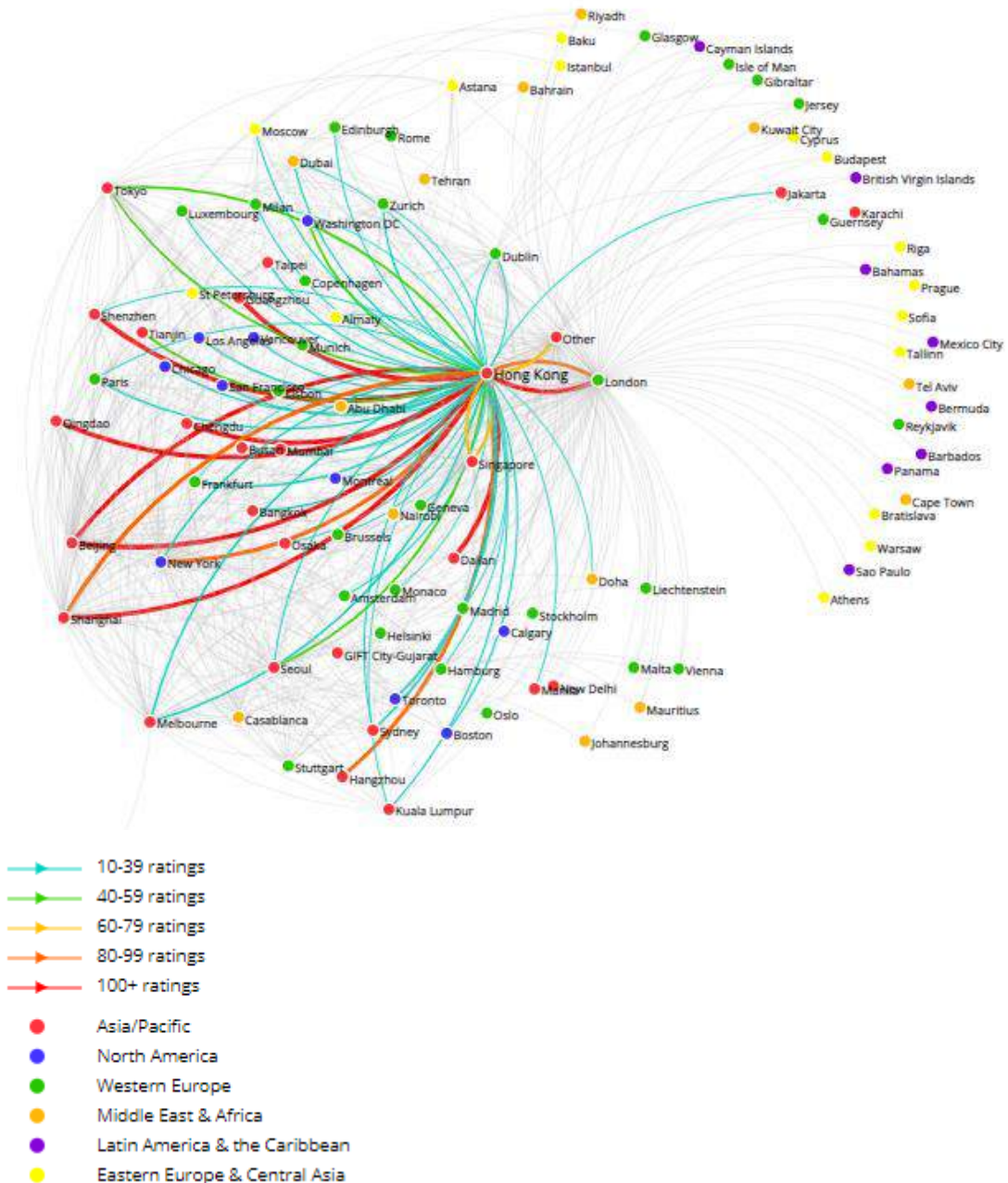
Chính phủ Singapore cũng thiết lập một thị trường để phục vụ khu vực. Kể từ năm 1968, chính phủ Singapore đã đưa ra quy định đặc biệt và xử lý thuế đối với các ngân hàng thương mại thành lập một đơn vị tiền tệ châu Á riêng trong cơ cấu tổ chức ngân hàng của họ. Mục đích là thúc đẩy thị trường đô la châu Á (ADM) có thể so sánh với thị trường Eurodollar.

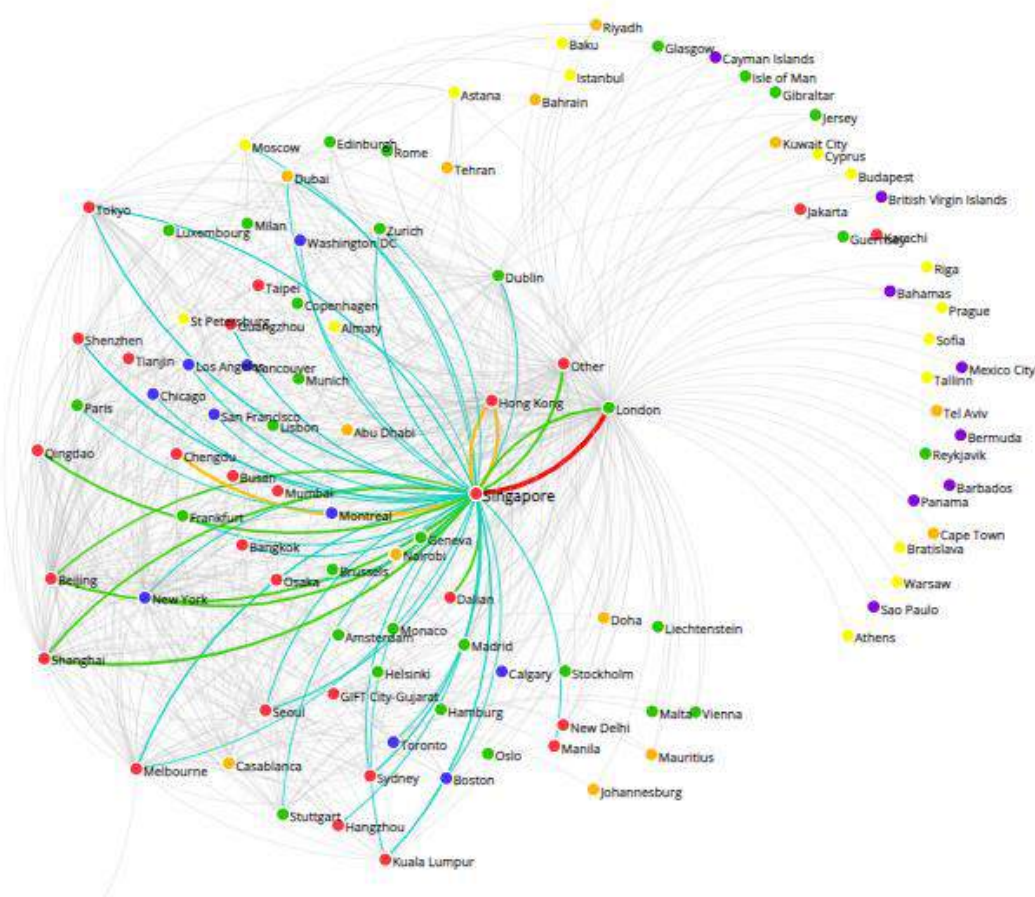
Cả Singapore và Hồng Kông đều tự phát triển thành các TTTC khu vực trong suốt những năm 1960, 1970 và đầu những năm 1980 với việc tập trung vào thương mại, huy động vốn. Bằng cách tận dụng vị trí chiến lược của Singapore giữa Biển Đông và Ấn Độ Dương giúp tăng cường thương mại quốc tế của nước này. Vị trí gần và trung tâm của Singapore trong khu vực Đông Nam Á cũng là lợi thế cho Singapore phát triển thành TTTC vì khu vực này đang công nghiệp hóa nhanh và phát triển với nhu cầu về vốn ngày càng tăng. Hồng Kông cũng tận dụng vị trí đắc địa ở Đông Bắc Á, là cửa ngõ vào Trung Quốc. Hơn nữa, cả Singapore và Hồng Kông đều nằm ở những múi giờ thích hợp cho phép giao dịch ngoại hối và vàng liên tục trong 24 giờ khi hai thị trường ở New York và London đóng cửa. Tính đến cuối năm 2020 mạng lưới kết nối hoạt động trên TTTC của 2 trung tâm này đã vươn rộng ra toàn thế giới. Đây là yếu tố quan trọng giúp các TTTC phát triển mạnh hơn khi chúng phát triển kết nối sâu rộng với các trung tâm khác. Biểu



đồ 2 cho thấy các mức độ kết nối khác nhau mà Hồng Kông và Singapore có được, trong đó Hồng Kông có các kết nối với sự trải rộng các trung tâm hơn Singapore. Cả hai đều được kết nối tốt với các trung tâm châu Á; nhưng Hồng Kông được kết nối tốt hơn với London, New York và các trung tâm khác ở Tây Âu và Đông Âu.

**Hình 2. Mức độ kết nối của TTTC Hồng Kông và Singapore so với thế giới**





Nguồn: [https://globalfinancialcentres.net/wrw\\_gfci24/](https://globalfinancialcentres.net/wrw_gfci24/)

### 3.2. Cơ sở hạ tầng

Cơ sở hạ tầng được xem là một yếu tố cần thiết để xây dựng môi trường làm việc phục vụ cho nhu cầu xã hội cũng như nhu cầu kinh doanh của mọi người.

Với sự bắt đầu của quá trình toàn cầu hóa vào những năm 1990, cả Hồng Kông và Singapore tập trung vào định hướng phát triển lên các TTTC quốc tế. Điều này khiến các tập đoàn đa quốc gia đặt trụ sở hoạt động của họ ở cả hai nơi này để phục vụ nhu cầu cấp vốn, hoạt động ngân quỹ cũng như quản lý rủi ro của họ. Hồng Kông và Singapore đã xây dựng cơ sở hạ tầng kinh tế rất thuận lợi, bao gồm hệ thống viễn thông tuyệt vời và phần mềm ngân hàng tốt, trở thành trung tâm kinh doanh cho các trụ sở hoạt động của các tập đoàn đa quốc gia (MNCs).

Thật vậy, từ cuộc Khảo sát năm 1993 về đại diện khu vực của các công ty nước ngoài ở Hồng Kông do Bộ Công nghiệp Hồng Kông thực hiện, sự sẵn có của các cơ sở tài chính và ngân hàng và cơ sở hạ tầng được xác định là hai yếu tố quan trọng nhất trong việc chọn Hồng Kông làm trụ sở chính của khu vực văn phòng của MNCs. Ngoài ra còn một

số yếu tố tương tự bao gồm việc cung cấp các dịch vụ tài chính từ quản lý ngân quỹ, cấp vốn đến quản lý rủi ro cho các MNCs cũng dẫn đến sự ưu tiên lựa chọn 2 TTTC này.

Với sự phát triển vượt bậc của công nghệ thông tin, Hồng Kông và Singapore cũng nhanh chóng ứng dụng các công nghệ này vào TTTC của họ để thu hút nhà đầu tư, các MNCs. Để đánh giá hoạt động của các TTTC trong từng lĩnh vực, mô hình đánh giá nhân tố GFCI được chạy riêng cho từng lĩnh vực trong số năm lĩnh vực cạnh tranh. Theo GCFI 28 (The Global Financial Centres Index 28) – chỉ số xếp hạng TTTC năm 2020, có 10 trung tâm được xếp hạng hàng đầu trong mỗi chỉ số phụ này được thể hiện trong Bảng 2. New York dẫn đầu trong tất cả các lĩnh vực, tiếp theo là London. Singapore, Tokyo và Hồng Kông cũng nổi bật mạnh mẽ; trong đó Singapore và Hồng Kông có tiêu chí cơ sở hạ tầng xếp hạng lần lượt 4 và 5.

**Bảng 2. Xếp hạng các yếu tố cạnh tranh của các TTTC**

Rank	Business Environment	Human Capital	Infrastructure	Financial Sector Development	Reputational & General
1	New York	New York	New York	New York	New York
2	London	London	London	London	London
3	Hong Kong	Hong Kong	Tokyo	Shanghai	Singapore
4	Geneva	Luxembourg	Singapore	Singapore	Hong Kong
5	Chicago	Singapore	Hong Kong	Hong Kong	Tokyo
6	Singapore	Paris	San Francisco	Frankfurt	Shanghai
7	Amsterdam	Shanghai	Stockholm	Zurich	Geneva
8	Beijing	Chicago	Beijing	Beijing	Beijing
9	Shanghai	Tokyo	Shanghai	San Francisco	Zurich
10	Zurich	Beijing	Amsterdam	Paris	Toronto

*Nguồn: GCFI (2018)*

### 3.3. Cơ cấu và thị trường tài chính

Chính phủ Hồng Kông áp dụng chính sách không can thiệp, cho phép “chủ nghĩa tư bản kinh doanh” phát triển thành công. Singapore cũng thành công không kém ở chỗ chính phủ tạo ra và duy trì vị trí thích hợp của Singapore trong lĩnh vực tài chính quốc tế bằng cách duy trì cấu trúc thuế cạnh tranh quốc tế và liên tục cung cấp một hệ thống tài chính ổn định và lành mạnh. Cụ thể, họ không sở hữu bất kỳ ngân hàng trung ương nào. Thay vào đó, họ có các cơ quan quản lý tiền tệ tương ứng mà không có quyền phát hành tiền tệ. Quyền phát hành như vậy được giao cho bên thứ ba. Tại Hồng Kông, ba ngân hàng thương mại tư nhân được giao quyền phát hành tiền tệ trong hệ thống bản vị tiền tệ (currency board) với hệ thống tỷ giá hối đoái cố định. Ngược lại, việc phát hành tiền tệ Singapore là đặc quyền của cơ chế bản vị tiền tệ nhưng hệ thống tỷ giá hối đoái của Singapore thuộc hệ thống thả nổi có quản lý. Điều này cho thấy chính phủ luôn cung cấp một hệ thống tài chính ổn định.

Bảng 3 là các đánh giá của GFCI 2020 bằng các chỉ số riêng biệt trong các lĩnh vực Ngân hàng, Quản lý đầu tư, Bảo hiểm, Dịch vụ Chuyên nghiệp, Chính phủ, Tài chính, FinTech và Thương mại.

**Bảng 3. Xếp hạng theo các lĩnh vực hoạt động của các TTTC**

Rank	Banking	Investment Management	Insurance	Professional Services	Government & Regulatory	Finance	FinTech	Trading
1	New York	New York	Shanghai	New York	New York	New York	New York	Hong Kong
2	London	London	Beijing	London	London	Shanghai	Singapore	New York
3	Shanghai	Singapore	New York	Luxembourg	Zurich	Beijing	Shanghai	Singapore
4	Tokyo	Hong Kong	Luxembourg	Hong Kong	Hong Kong	London	London	London
5	Hong Kong	Shanghai	London	Singapore	Singapore	Hong Kong	Hong Kong	Shanghai
6	Beijing	Luxembourg	Hong Kong	Shanghai	Shanghai	Tokyo	San Francisco	Frankfurt
7	Shenzhen	Beijing	Singapore	Geneva	Luxembourg	Shenzhen	Beijing	Luxembourg
8	Guangzhou	Stuttgart	Shenzhen	San Francisco	Shenzhen	Frankfurt	Shenzhen	Geneva
9	San Francisco	Shenzhen	Zurich	Beijing	Geneva	Paris	Tokyo	Beijing
10	Singapore	San Francisco	Tokyo	Zurich	Los Angeles	Los Angeles	Zurich	Los Angeles

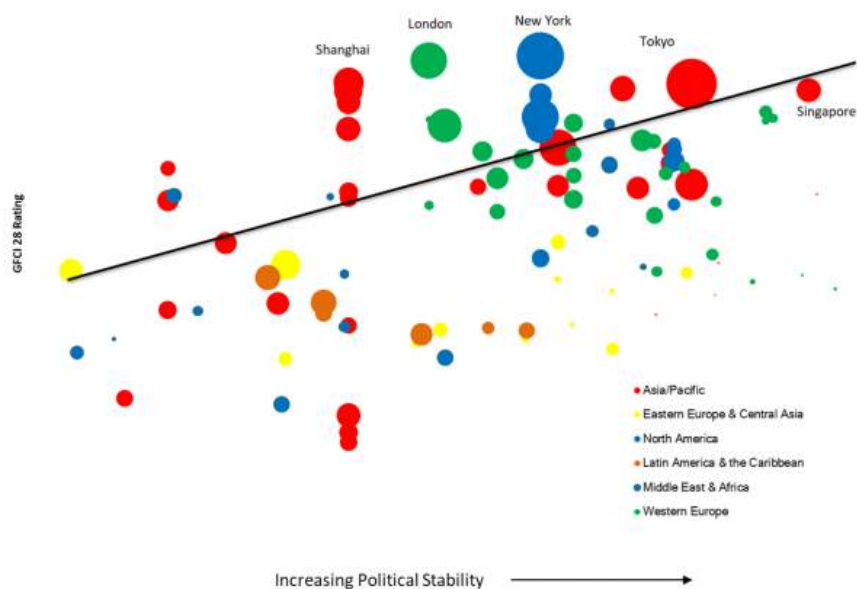
*Nguồn: GCFI (2018)*

Một TTTC quốc tế không thể phát triển nếu không có thị trường ngoại hối. Vào những năm 2000 Singapore đã củng cố vị thế là một thị trường ngoại hối quan trọng ở châu Á. Tính đến 2020, Singapore vẫn duy trì là trung tâm giao dịch ngoại hối đứng thứ ba trên thế giới, trong khi đó Hồng Kông đã vươn lên dẫn đầu, vượt qua cả New York, Singapore. Ngoài việc cung cấp các dịch vụ ngoại hối, một TTTC quốc tế cũng phải có khả năng tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động trung gian tài chính quốc tế cũng như cung cấp các phương tiện phát hành và bảo lãnh phát hành. Xét về phương diện này thì Hồng Kông vượt xa Singapore. Thứ nhất, Hồng Kông có lợi thế hơn Singapore trong việc cho vay ra nước ngoài ở chỗ Trung Quốc với nhu cầu cho vay rất lớn để phát triển kinh tế, cung cấp một vùng nội địa rộng lớn cho các hoạt động tài chính của Hồng Kông. Hiện nay nền kinh tế Trung Quốc tiếp tục phát triển với tốc độ nhanh chóng, trong tương lai Hồng Kông chắc chắn sẽ được hưởng lợi thông qua việc cung cấp các dịch vụ tài chính, đặc biệt là chuyển nguồn vốn nước ngoài, để tài trợ cho sự phát triển cơ sở hạ tầng của Trung Quốc. Thứ hai, Hồng Kông có thể mở rộng các khoản vay đô la Hồng Kông ra nước ngoài, trong khi Singapore thì rất nhiều hạn chế về mặt này vì họ tuân thủ chính sách không quốc tế hóa của đồng đô la Singapore.

### 3.4. Môi trường kinh doanh, pháp lý

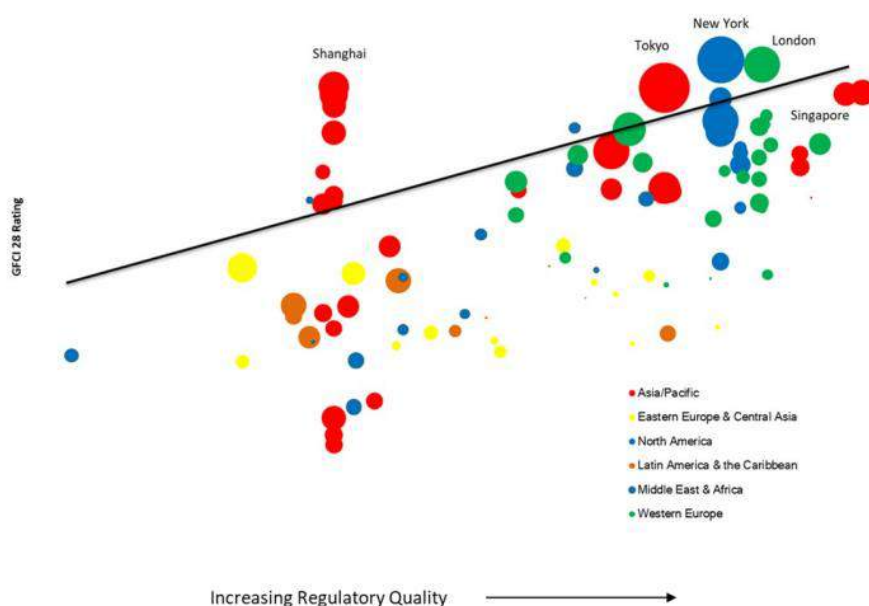
Môi trường pháp lý được coi là trụ cột trung tâm cần thiết cho một TTTC thành công. Các quy định có tạo điều kiện thuận lợi cho sự đổi mới và phát triển của thị trường hay không, mức độ ổn định chính trị và không có bạo lực là yếu tố được sử dụng trong đánh giá xếp hạng năng lực của TTTC. Xét về Hồng Kông và Singapore có thể nói cả hai chính phủ đều có chung niềm tin xây dựng các quy định chặt chẽ và mức độ minh bạch cao trong lĩnh vực tài chính, đây cũng là những yếu tố thiết yếu góp phần đưa họ trở thành TTTC quốc tế. Nhìn chung cả Hồng Kông và Singapore đều có sự ổn định, thể hiện ở hình 3 xếp hạng GFCI dựa trên chỉ số ổn định chính trị và không có bạo lực/ khủng bố và hình 4 xếp hạng GFCI dựa trên thước đo chất lượng quy định của Ngân hàng Thế giới. Kích thước của bong bóng cho biết độ tương quan của mỗi trung tâm.

**Hình 3. Xếp hạng về mức độ ổn định chính trị và không có bạo lực/ khủng bố**



Nguồn: GCFI

**Hình 4. Xếp hạng về chất lượng các quy định**



*Nguồn: GCFI*

### **3.5. Nguồn nhân lực và uy tín của các trung tâm tài chính**

Con người đóng góp trong vận hành bộ máy TTTC. Các TTTC hiện đại cho phép nhân viên, chuyên gia làm việc từ xa, thậm chí là xuyên biên giới một cách dễ dàng hơn. Các thành phố càng lớn với cơ sở hạ tầng và điều kiện sống tốt vẫn thu hút được những nhân tài hàng đầu. Đặc biệt hiện nay các TTTC này đều có nhu cầu cao về nguồn nhân lực có kỹ năng công nghệ thông tin (CNTT) do FinTech và trí tuệ nhân tạo AI trở thành xu hướng chủ đạo. Thống kê của GFCI 28 cho thấy yếu tố nguồn nhân lực với kỹ năng CNTT, kiến thức... được trang bị tốt, xếp hạng rất cao, đặc biệt Hồng Kông có nguồn nhân lực chất lượng hơn Singapore.

Uy tín hay nói cách khác là danh tiếng của các TTTC tạo niềm tin cho nhà đầu tư và là yếu tố hàng đầu khi lựa chọn một TTTC. Danh tiếng của thành phố rất hữu ích cho việc thu hút nhân tài cũng như sự chú ý của quốc tế, từ đó giúp thành phố thu hút thêm vốn tài chính và nhân lực từ khắp nơi trên thế giới. Các TTTC đặt tại các thành phố có sự an toàn, chất lượng sống tốt, nền văn hóa đa dạng, vị trí địa lý thuận lợi sẽ càng là nơi hấp dẫn hơn để làm việc, đầu tư...

Dựa trên kết quả so sánh ở Bảng 2, TTTC New York, London, Singapore và Hồng Kông cho thấy khả năng cạnh tranh mạnh mẽ về danh tiếng của thành phố và nâng cao thương hiệu lên tầm TTTC quốc tế.

## 4. Kết luận và gợi ý chính sách

### 4.1. Kết luận

Hồng Kông và Singapore có những điểm mạnh và điểm yếu tương ứng với tư cách là những TTTC quốc tế. Sức mạnh của Singapore nằm ở thị trường Fintech, công cụ phái sinh, trong khi Hồng Kông phát triển mạnh về ngành ngân hàng, giao dịch ngoại hối và cho vay ra nước ngoài. Do đó, Singapore và Hồng Kông có thể bổ sung cho nhau trong việc cung cấp các dịch vụ tài chính cho khách hàng của họ. Như Wu (1997) đã lưu ý, hai TTTC không nhất thiết phải cạnh tranh gây bất lợi cho nhau. Wu (1997) sử dụng lý thuyết trò chơi non-zero-sum competition, một trò chơi đôi bên cùng có lợi. Trên thực tế, ngày càng có sự phụ thuộc lẫn nhau về kinh tế và bổ sung cho nhau giữa hai trung tâm. Wu cho rằng ngoài kinh doanh ngoại hối và quản lý quỹ, không có nhiều cạnh tranh trong các lĩnh vực khác như thị trường phái sinh và cho vay nước ngoài. Hồng Kông có xu hướng tập trung vào các thị trường Trung Quốc, Đài Loan, Hàn Quốc và Úc. Những người đi vay của Singapore chủ yếu đến từ Đông Nam Á. Trên thực tế, Hồng Kông và Singapore bổ sung cho nhau về nguồn vốn cho hoạt động cho vay ra nước ngoài của họ. Do vậy dòng vốn liên ngân hàng song phương giữa Hồng Kông và Singapore ngày càng tăng.

Cả Hồng Kông và Singapore đều thành công trong việc khai thác tiềm năng các múi giờ khác nhau, giúp một nhà đầu tư toàn cầu cần chuyên đổi đầu tư giữa các quốc gia với chi phí giao dịch thấp và thời gian rút ngắn cũng như giảm bớt rủi ro giao dịch. Yếu tố quyết định cho sự thành công đó đến từ việc sử dụng tiến bộ công nghệ, xây dựng TTTC có uy tín cao, thu hút nhân tài, đồng thời cung cấp nhiều nguồn tài chính, các sản phẩm và dịch vụ phù hợp với nhu cầu của khách hàng quốc tế với mức giá cạnh tranh và hợp lý. Ngoài ra yếu tố vị trí địa lý với nền văn hóa đa dạng, chính trị ổn định và môi trường pháp lý thuận lợi cũng là một điểm mạnh giúp hai TTTC này có lợi thế vươn lên tầm quốc tế.

Tại Việt Nam, việc xây dựng TTTC tại TPHCM hiện nay còn giới hạn ở yếu tố cơ sở hạ tầng, khu vực tài chính, nguồn nhân lực. Tuy nhiên, xét về yếu tố chênh lệch múi giờ, ổn định chính trị, vị trí địa lý thuận lợi, nền văn hóa đa dạng thì có thể nói đây là điểm mạnh của TPHCM. Cụ thể là Việt Nam có múi giờ khác biệt với 21 trung tâm tài chính lớn nhất toàn cầu. Đây là lợi thế “riêng có và đặc biệt” trong việc thu hút dòng vốn nhàn rỗi trong khoảng thời gian nghỉ giao dịch từ các trung tâm này. Ngoài ra, vị trí địa lý TPHCM rất thuận lợi chỉ cách khoảng 3 giờ bay tới các nền kinh tế năng động của châu Á như Singapore, Thái Lan, Trung Quốc, Malaysia... và xa hơn chút là Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan (Trung Quốc). TPHCM còn có nhiều lợi thế về tiềm năng kinh tế - tài chính để phát triển thành TTTC tầm cỡ khu vực và quốc tế như: có cảng biển quốc tế nối trực tiếp với các nước trong khu vực; có mạng lưới ngân hàng thương mại cổ phần năng động, hoạt động rộng khắp cả nước; có lợi thế về quy mô kinh tế - tài chính chiếm đến

hơn 20% GDP cả nước... Những năm gần đây, thị trường tài chính thành phố đã dần hình thành và phát triển từng bước khá đồng bộ với các loại thị trường khác, đảm nhận ngày càng tốt hơn chức năng thu hút, điều hòa các nguồn cung - cầu vốn của cả nền kinh tế.

#### **4.2. Gợi ý chính sách**

##### ***Với cơ quan quản lý nhà nước***

Trên nền tảng tiêu chí so sánh giữa Hồng Kông và Singapore, các nhà hoạch định chính sách Việt Nam có thể: (1) xác định điểm mạnh trong cung cấp dịch vụ tài chính, khoanh vùng đối tượng phục vụ để gia tăng lợi thế cạnh tranh, chẳng hạn như cung cấp đa dạng nguồn tài chính, chi phí giao dịch rẻ cho các nước lân cận như Lào, Campuchia, Myanmar, Brunei, là nước chưa có thị trường tài chính phát triển; (2) xây dựng và ban hành khung thể chế với các quy định pháp lý chặt chẽ nhằm tạo môi trường tài chính minh bạch đồng thời có thể cạnh tranh trên khu vực; (3) tăng cường tính kiểm tra giám sát, kiểm soát rủi ro hệ thống một cách cẩn thận, thả lỏng có quản lý giúp tạo một sân chơi bình đẳng, minh bạch, an toàn cho nhà đầu tư; (4) cần thành lập một tổ chức chuyên trách chịu trách nhiệm về tính hiệu quả của TTTC; (5) xây dựng cơ sở hạ tầng viễn thông phát triển, trong trung và dài hạn tập trung phát triển cơ sở hạ tầng đẳng cấp cần thiết để thu hút nhóm tài chính đa dạng từ các công ty dịch vụ tài chính, kết hợp thực hiện tự đánh giá dựa trên nguyên tắc CPSS-IOSCO cho cơ sở hạ tầng thị trường tài chính để đảm bảo rằng cơ sở hạ tầng của mình tuân thủ các thông lệ tốt nhất theo tiêu chuẩn ngành.

##### ***Với chính quyền TP.HCM***

TP.HCM cần thu hút các nhà đầu tư nước ngoài thông qua hoạt động quảng bá, truyền thông về một môi trường an toàn và đáng tin cậy để phát triển. Tự do hóa thương mại cần được thúc đẩy mạnh mẽ và được coi là chính trong sự phát triển của thị trường tài chính. Môi trường kinh doanh nên được coi là quan trọng đối với hoạt động kinh doanh ở trung tâm tài chính, như đã phân tích ở Hồng Kông. Chính phủ Hồng Kông hầu như không can thiệp vào các hoạt động kinh doanh. Hơn nữa, các chính sách mới được ban hành về cơ bản ủng hộ tự do hóa thương mại, vốn là yếu tố quan trọng đối với sự thịnh vượng của Hồng Kông.

##### ***Với chuyên gia kinh tế, tài chính***

Chuyên gia kinh tế có thể: (1) xây dựng các chỉ tiêu để đánh giá và thẩm định chất lượng phục vụ của TTTC qua các năm nhằm làm kim chỉ nam cho quá trình hoàn thiện phát triển TTTC định hướng xây dựng quy mô tầm cỡ khu vực; (2) tham mưu kiện toàn hệ thống kế toán tài chính theo nguyên tắc quốc tế IFRS nhằm tạo điều kiện thu hút các công ty đa quốc gia tham gia thị trường Việt Nam với cơ chế kế toán thuận lợi, đồng nhất



nguyên tắc quốc tế số sách chứng từ.

### ***Với chương trình giáo dục và đào tạo đại học***

Yếu tố con người là vô cùng quan trọng trong quá trình hình thành TTTC. Con người đóng góp trong vận hành bộ máy của TTTC. Do vậy cần trang bị kiến thức tài chính, kỹ năng vi tính và các ứng dụng công nghệ trong tài chính cho sinh viên ngay từ khi còn ngồi trên giảng đường đại học. Các trường đại học nên lồng ghép kỹ năng vi tính và các ứng dụng công nghệ tài chính trong chương trình đào tạo. Song song với đó cần chú ý đào tạo nguồn nhân lực thành thạo tiếng Anh, có chứng chỉ báo cáo tài chính quốc tế, chứng chỉ hành nghề tài chính, kiểm toán chuyên nghiệp...

### **Tài liệu tham khảo**

Cổng thông tin từ: <https://globalfinancialcentres.net/explore/>

Cổng thông tin từ: [https://globalfinancialcentres.net/wrw\\_gfci24/](https://globalfinancialcentres.net/wrw_gfci24/)

Kindleberger, C. P. (2015). *A financial history of Western Europe*. Routledge.

Kui, N. B. (1998). *Hong Kong and Singapore as International Financial Centres: A Comparative Functional Perspective*. Nanyang Technological University, 1-31.

Mainelli, M., Yeandle, M., & Harris, I. (2007). *The Global Financial Centres Index 2*. The Global Finance Centres Index1 (GFCI)-Long Finance.

*The Global Financial Centres Index 28*. (2020) Long Finance and Financial Centre Futures.

Thomas, S., Panesar, K., & Makris, C. (2013). *Dubai as an international financial centre: Threats and opportunities*.

Wu, Friedrich. (1997). *Hong Kong and Singapore: A Tale of Two Asian Business Hubs*. *Journal of Asian Business*, Vol. 13 No. 2.

# 16.

## TỘI PHẠM TÀI CHÍNH VÀ VẤN ĐỀ NÂNG CAO KHẢ NĂNG ỨNG PHÓ CỦA VIỆT NAM TRONG CHIẾN LƯỢC XÂY DỰNG VÀ PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Thomas Hung Tran\*

### Tóm tắt

*Bài viết này tìm hiểu những thách thức cho sự phát triển thị trường tài chính của các quốc gia mới nổi dưới lăng kính tội phạm tài chính, vốn đang có chiều hướng gia tăng mạnh trên toàn thế giới. Bài viết phân tích những ảnh hưởng đến kinh tế và xã hội của tội phạm tài chính, những hậu quả tiêu cực đối với thị trường tài chính và uy tín quốc gia, nếu các biện pháp ứng phó tội phạm tài chính không được triển khai đúng đắn trong quá trình phát triển thị trường tài chính. Bài viết cũng chỉ ra những thách thức chính phủ Anh đã trải qua trong quá trình tìm kiếm tội phạm tài chính để phát triển thị trường tài chính và bất động sản, cũng như những thay đổi mà chính phủ quốc gia này đặt ra cho cơ quan quản lý để gia tăng năng lực phòng thủ trước tội phạm tài chính trong giai đoạn mới. Cuối cùng, tác giả nêu ra những gợi ý để các nhà quản lý trong chính phủ Việt Nam tham khảo, nhằm mục tiêu đảm bảo sự phát triển của thị trường tài chính Việt Nam theo hướng tạo ra động lực cho sự phát triển của đất nước, không đi vào vết xe đổ của các quốc gia khác.*

**Từ khóa:** *Tội phạm tài chính, trung tâm tài chính, rửa tiền*

### 1. Giới thiệu

Thị trường tài chính, với chức năng cơ bản tạo ra kênh truyền dẫn hiệu quả để nguồn vốn lưu thông từ các nhà đầu tư đến các doanh nghiệp và tổ chức có nhu cầu sử dụng vốn, là thực thể quan trọng đóng vai trò đòn bẩy cho sự phát triển của nền kinh tế. Tuy nhiên, sự phát triển của thị trường tài chính về vai trò, quy mô và khối lượng giao dịch, đã khiến thị trường này trở thành mục tiêu hấp dẫn của giới tội phạm tài chính.

Tội phạm tài chính là khái niệm không mới đối với nhiều quốc gia phát triển và mới nổi trên thế giới, đề cập đến hành vi các tổ chức tội phạm lạm dụng thị trường tài chính

---

\* Công ty PricewaterhouseCoopers Anh Quốc | Email liên hệ: [tran.d.k.hung@pwc.com](mailto:tran.d.k.hung@pwc.com)

và các tổ chức tài chính của một quốc gia, nhằm che giấu nguồn gốc bất hợp pháp của các khoản vốn, đưa nguồn vốn này vào lưu thông trong nền kinh tế, thu hồi nguồn vốn đã được hợp pháp hóa về lại các tổ chức tội phạm. Quá trình mà qua đó các tổ chức tội phạm hợp pháp hóa các nguồn vốn bất hợp pháp được gọi là rửa tiền, đã và đang tạo ra nhiều hậu quả nghiêm trọng cho nền kinh tế, bất ổn xã hội và sự toàn vẹn của các thị trường tài chính trên thế giới.

Một thị trường tài chính mất hoặc không có khả năng kiểm soát tính hợp pháp của các nguồn vốn và giao dịch, qua đó bị lũng đoạn bởi giới tội phạm tài chính, không chỉ mất đi vai trò vốn có, còn có khả năng tạo ra những trở lực và bất ổn đối với sự phát triển của một quốc gia. Dưới góc nhìn của giới chủ doanh nghiệp và nhà đầu tư, cũng như với các tổ chức tài trợ vốn phát triển như Ngân hàng Thế giới (WB), Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF) và các quốc gia cấp vốn ODA, quyết định đầu tư hoặc mở rộng quy mô đầu tư vào một quốc gia phụ thuộc nhiều vào danh tiếng của thị trường tài chính và sự minh bạch trong quản lý của quốc gia đó. Rất ít giới chủ doanh nghiệp và nhà đầu tư muốn thực sự đưa tài sản, chất xám, công nghệ, quy trình quản lý vào các quốc gia và vùng lãnh thổ được biết đến như các thiên đường trốn thuế hoặc rửa tiền trên thế giới. Điều này đặt ra câu hỏi lớn cho nhiều quốc gia mới nổi, đang tìm kiếm cơ hội nắm bắt đà phát triển kinh tế, xã hội và công nghệ trên thế giới, để trở thành cường quốc và trung tâm tài chính mới: làm thế nào để tự bảo vệ mình trước giới tội phạm tài chính nhằm đảm bảo tính toàn vẹn của thị trường tài chính quốc gia.

Trong hơn 10 năm trở lại đây, Việt Nam đã trở thành một hiện tượng trên trường quốc tế về tốc độ phát triển kinh tế và xã hội, đã đạt được những kết quả đáng khích lệ trong xóa đói giảm nghèo, cải thiện an sinh xã hội và nâng cao chất lượng y tế và giáo dục. Việt Nam đang trên đường tích lũy nội lực để vươn lên nhóm quốc gia có thu nhập trung bình và trong tương lai xa trở thành quốc gia phát triển. Trên chặng đường này, nhu cầu cấp thiết là xây dựng thương hiệu và uy tín của Việt Nam như điểm đến an toàn và hiệu quả cho các chủ doanh nghiệp và nhà đầu tư trên thế giới, thu hút nguồn vốn và các yếu tố quan trọng cho sự phát triển bền vững như chất xám, công nghệ, và kinh nghiệm quản lý. Và chiến lược phát triển Việt Nam thành một trung tâm tài chính là bước đi chiến lược đúng đắn.

Tuy nhiên, trước những thách thức đặt ra bởi giới tội phạm tài chính, cũng như những diễn biến phức tạp về tình hình hối lộ, tham nhũng và tội phạm kinh tế trong nước, Việt Nam cần xác định rõ mục tiêu phát triển thị trường tài chính và trở thành trung tâm tài chính nhằm mục đích thu hút nguồn vốn, chất xám, công nghệ và kinh nghiệm quản lý để phát triển quốc gia. Việt Nam cần học bài học từ nhiều quốc gia đã trải qua giai đoạn này, khi không ít trong số quốc gia đó đã trở thành các thiên đường rửa tiền và trốn thuế,

nơi nguồn vốn chảy vào với quy mô lớn nhưng không hề tạo ra các động lực phát triển cần thiết.

Bài viết này tóm tắt các sự kiện về tội phạm tài chính và rửa tiền đã diễn trong giai đoạn 2000-2020 tại các quốc gia phát triển, cũng như các khuynh hướng mới do loại hình tội phạm này tạo ra trong tầm nhìn 2030. Qua đó phân tích các tác động tiêu cực của tội phạm tài chính đến sự ổn định kinh tế, xã hội và sự phát triển thị trường tài chính, cũng như đi qua các chính sách ứng phó của vương quốc Anh, nơi đã chứng kiến sự phát triển mạnh mẽ của thị trường tài chính và bất động sản trong 2 thập niên qua. Bài viết đặt ra những gợi ý cho giới quản lý từ Chính phủ Việt Nam về những việc cần làm, để đảm bảo tính minh bạch và toàn vẹn cho thị trường tài chính Việt Nam, sẵn sàng cho những vận hội mới trong thập niên này.

## **2. Tội phạm tài chính trong giai đoạn 2000-2020 và khuynh hướng mới trong tầm nhìn 2030**

Thập niên 2010-2020 chứng kiến sự trỗi dậy mạnh mẽ của tội phạm tài chính về quy mô và cách thức hoạt động. Cơ quan Điều tra Tội phạm có tổ chức của Anh Quốc ước tính 2-5% GDP toàn cầu, tức 800-2.000 tỷ USD có liên quan đến hoạt động rửa tiền của giới tội phạm tài chính. Con số này lớn hơn GDP của Ả-rập Saudi, một quốc gia dầu mỏ giàu có tại Trung Đông với GDP 2018 khoảng 748 tỷ USD và đứng thứ 19 trên thế giới. Tội phạm tài chính đã và đang trở thành vấn đề nhức nhối và khó giải quyết hàng đầu của các chính phủ trên thế giới. Tội phạm tài chính của thập niên 2010-2020 mang 2 khuynh hướng chủ đạo: rửa tiền quy mô lớn nhằm che giấu các hoạt động tham nhũng và phi pháp; rửa tiền nhằm mục đích tài trợ các hoạt động khủng bố.

Hình thức rửa tiền quy mô lớn nhằm che giấu các hoạt động tham nhũng và phi pháp phổ biến tại các quốc gia mới nổi, nơi môi trường pháp lý chưa hoàn thiện và tập quán kinh doanh vẫn tồn tại nhiều hình thức hối lộ và tham nhũng, vốn bất hợp pháp tại các quốc gia phát triển, được chấp nhận rộng rãi. Thông thường, giới tội phạm tài chính thông qua các công ty bình phong với nguồn vốn bất hợp pháp, hoặc các công ty hợp pháp tham gia các hoạt động phi pháp, để đưa nguồn tiền bất hợp pháp vào hệ thống tài chính, chủ yếu thông qua hệ thống ngân hàng, nơi quy trình phòng thủ tội phạm tài chính vẫn đang ở giai đoạn phôi thai. Tình hình thường phức tạp hơn khi giới tội phạm tài chính tại các quốc gia mới nổi lại chính là những người trong bộ máy hành chính và chính phủ, cũng như giới điều hành các tổ chức tài chính.

Hai trường hợp kinh điển của hình thức rửa tiền này là Ngân hàng Danske của Đan Mạch, chi nhánh Estonia, bị lạm dụng để rửa nguồn tiền phi pháp từ Nga và Trung Quốc, với tổng giá trị hơn 228 tỷ USD trong giai đoạn 2007-2015. Ngân hàng Wachovia của

Mỹ với các mối quan hệ giao dịch tại Mexico, bị lạm dụng để rửa nguồn tiền phi pháp từ giới buôn bán chất kích thích và thuốc phiện Mexico, có sự tham gia của nhiều quan chức trong chính quyền Mexico, với tổng giá trị hơn 390 tỷ USD trong giai đoạn 2004-2007. Các sự kiện này đều đem lại những hệ quả không mong muốn cho danh tiếng quốc gia và tính toàn vẹn của các thị trường tài chính Nga, Trung Quốc và Mexico, khi Anh, Mỹ và Liên minh châu Âu (EU) đều đã đặt ra các biện pháp trừng phạt đối với nhiều pháp nhân và cá nhân tại 3 quốc gia này.

Rửa tiền nhằm mục đích tài trợ khủng bố, tuy nhỏ hơn về quy mô, nhưng cách thức tổ chức mang tính phức tạp, để lại nhiều hệ quả nghiêm trọng cho sự ổn định xã hội và an ninh kinh tế quốc gia. Thông thường, các tổ chức khủng bố sẽ đứng trên danh nghĩa nhà đầu tư thành lập các doanh nghiệp hợp pháp và kinh doanh hợp pháp, nhằm tạo ra nguồn tiền hợp pháp để chuyển về các tổ chức này. Các tổ chức khủng bố nắm rõ tâm lý khát vốn của các doanh nghiệp tại những quốc gia mới nổi, cũng như tính lỏng lẻo trong việc kiểm soát nguồn gốc nhà đầu tư và nguồn vốn của các tổ chức tài chính tại các quốc gia này. Từ đó nó thành lập các tổ chức đầu tư với trụ sở đặt tại các thiên đường thuế, như British Virgin Islands, Panama và hoặc Cayman Islands và thông qua hệ thống công ty con đầu tư vào các quốc gia mới nổi. Thông thường, các quốc gia nơi thị trường tài chính trở thành điểm trung chuyển nguồn vốn tài trợ khủng bố chịu sự áp đặt các lệnh trừng phạt nghiêm trọng từ Anh, Mỹ và EU, cũng như trở thành những thị trường đồ thiếu tính minh bạch và toàn vẹn, bị giới chủ doanh nghiệp và nhà đầu tư gạt khỏi danh sách điểm đến đầu tư.

Hai trường hợp kinh điển của hình thức rửa tiền này là Ngân hàng HSBC của Anh, với các chi nhánh Trung Đông và Bắc Phi, bị các tổ chức khủng bố lợi dụng để rửa hơn 8 tỷ USD trong giai đoạn 2000-2010, gây mất ổn định trầm trọng, tạo ra các xung đột tại các quốc gia Bắc Phi. Ngân hàng Standard Chartered của Anh bị các tổ chức có mối quan hệ với chính phủ Iran lợi dụng để rửa khoản vốn giá trị hơn 265 tỷ USD trong giai đoạn 2000-2010. Các sự kiện này đều trở thành những vấn đề nhức nhối đối với chính phủ Anh, đã thúc đẩy đợt cải cách cơ quan quản lý triệt để và sâu rộng nhất trong lịch sử quản lý thị trường tài chính của Anh vào tháng 4-2013.

Đối với các quốc gia mới nổi, trong tầm nhìn 2030, giới tội phạm tài chính được dự báo tạo ra 2 khuynh hướng mới: lợi dụng hệ sinh thái công nghệ tài chính, bao gồm các sản phẩm tiền ảo, để trung chuyển nguồn vốn bất hợp pháp với quy mô nhỏ nhưng tổng giá trị lớn; tiếp tục đẩy mạnh việc tận dụng sự thiếu kinh nghiệm quản lý và biện pháp phòng thủ tội phạm tài chính để lạm dụng hệ thống tài chính và thị trường tài chính của các quốc gia mới nổi.

### 3. Tội phạm tài chính và tác động kinh tế - xã hội

Tội phạm tài chính tạo ra nhiều hậu quả tiêu cực có tác động sâu rộng đến kinh tế - xã hội. Tội phạm tài chính, với bản chất là kênh chuyển hoá nguồn vốn bất hợp pháp thành hợp pháp, tạo ra môi trường thuận lợi để các tổ chức tội phạm tiến hành và mở rộng các hoạt động bất hợp pháp như buôn lậu, buôn bán các chất cấm như ma túy và cần sa, kinh doanh các ngành nghề bị cấm, cũng như tạo không gian mở cho các quan chức chính quyền biến chất tiến hành các hành vi tham nhũng và lũng đoạn chính quyền cơ sở.

Về tác động kinh tế, tội phạm tài chính là nguyên nhân của ba tác động tiêu cực: sự đổ vỡ của khối kinh tế tư nhân, tính mất ổn định của nền kinh tế và chính sách kinh tế, và sự tổn hại uy tín quốc gia.

#### *Sự đổ vỡ của khối kinh tế tư nhân*

Tội phạm tài chính thường sử dụng các công ty bình phong, vốn có nguồn tài chính dồi dào từ các tổ chức tội phạm, tạo ra lợi nhuận hợp pháp và dần chuyển nguồn vốn bất hợp pháp thành hợp pháp thông qua quá trình chi trả lợi nhuận và tái đầu tư. Trong thị trường mới nổi rất phổ biến các trường hợp quan chức chính phủ lập công ty sâu, hoặc công ty do các thành viên trong gia tộc đứng tên để rửa các khoản tiền tham nhũng và tham gia các ngành nghề kinh tế. Với nguồn vốn vượt trội so với các doanh nghiệp tư nhân, cộng với các mối quan hệ có sẵn, các công ty bình phong này thường tiếp cận được với các đối tượng khách hàng ở những mức giá và dịch vụ các doanh nghiệp tư nhân khác không có khả năng tiếp cận. Điều này trực tiếp thúc đẩy quá trình đào thải các doanh nghiệp tư nhân với nguồn vốn hợp pháp ra khỏi thị trường, đẩy mạnh thị phần của các công ty bình phong. Hệ quả tất yếu của quá trình đào thải này là sự đổ vỡ của khối kinh tế tư nhân, khi các doanh nghiệp với nguồn vốn hợp pháp không thể tham gia thị trường, và các doanh nghiệp bình phong nắm quyền chi phối trên thị trường.

#### *Tính mất ổn định của nền kinh tế và chính sách kinh tế*

Các tổ chức tội phạm chỉ có mục tiêu duy nhất là chuyển hóa nguồn vốn bất hợp pháp thành nguồn vốn hợp pháp, ít quan tâm đầu tư công nghệ, chất xám và kinh nghiệm quản lý. Thông thường, các tổ chức tội phạm thường đầu tư số vốn lớn vào các ngành nghề phổ thông, thường không thu hút sự quan tâm của giới truyền thông, nhằm bảo toàn vốn và đảm bảo quá trình chuyển hóa của nguồn vốn. Điều này thường không mang lại lợi ích cho nền kinh tế, không tạo ra các động lực cần thiết cho sự phát triển bền vững. Trong các quốc gia mới nổi, giới tội phạm tài chính thường nhắm vào các khu vực nhà hàng, khách sạn, xây dựng và bất động sản, tạo ra làn sóng phát triển ảo và bong bóng giá cả. Hệ quả, khi giới tội phạm tài chính cảm thấy các ngành nghề này không còn tính an toàn,

nguồn vốn sẽ bị dịch chuyển sang các ngành khác, gây ra sự đổ vỡ của nhiều khu vực kinh tế và cho nền kinh tế.

Ở góc độ kinh tế vĩ mô, tội phạm tài chính có thể tạo ra nhiều bất ổn cho chính sách tỷ giá và chính sách tiền tệ, khi hành vi của giới này hoàn toàn đi ngược với các hành vi kinh tế truyền thống. Một trường hợp điển hình là tỷ giá đi ngược với chính sách quản lý khi giới tội phạm tài chính không đầu tư vào các quốc gia có tỷ suất sinh lợi cao, mà tập trung vào các quốc gia mới nổi, nơi hệ thống nhận diện và phòng ngừa tội phạm tài chính còn non yếu. Tội phạm tài chính cũng có thể tạo ra tính mất ổn định trong lạm phát, thông qua việc tác động đến sự hình thành các cơn sốt tài sản và hàng hóa trong các khu vực kinh tế giới tội phạm tài chính đánh giá là an toàn cho việc sử dụng nguồn vốn, và có khả năng thu hồi nguồn vốn đã chuyển hóa trong thời gian ngắn. Hậu quả nhãn tiền là sự tồn tại các bong bóng tài sản, sự thiệt hại về vốn đối với các nhà đầu tư chân chính khi các bong bóng tài sản đổ vỡ.

#### *Sự tổn hại uy tín quốc gia*

Trong nền kinh tế toàn cầu, các chính phủ đều không muốn uy tín và thương hiệu quốc gia bị tổn hại vì có mối liên hệ đến tội phạm tài chính. Đối với các thị trường nơi các hoạt động rửa tiền diễn ra phổ biến, niềm tin của giới chủ doanh nghiệp và đầu tư thường sụt giảm mạnh mẽ, việc chuyển giao công nghệ, chất xám và kinh nghiệm quản lý thường không được cân nhắc. Các quốc gia này, bên cạnh việc không thể thu hút các nguồn vốn và nguồn lực cần thiết cho sự phát triển của nền kinh tế, thường chịu sự trừng phạt của các quốc gia như Anh, Mỹ và EU, mất đi tính cạnh tranh và tiếng nói trên trường quốc tế, chỉ có thể là điểm đến ưa thích của các tổ chức tội phạm. Quan trọng hơn, khi uy tín quốc gia đã mất, hình ảnh một quốc gia đã gắn liền với tội phạm tài chính sẽ rất khó để thuyết phục cộng đồng quốc tế. Thông thường, để thực hiện các chương trình tái định hình uy tín quốc gia lấy lại niềm tin từ giới chủ doanh nghiệp và nhà đầu tư, các chính phủ sẽ tốn thời gian 5-10 năm và chi tiêu ngân sách đáng kể, để thỏa mãn các yêu cầu từ cộng đồng quốc tế về môi trường đầu tư minh bạch và có biện pháp cụ thể phòng ngừa tội phạm tài chính.

**Về tác động xã hội**, tội phạm tài chính là một trong những nguyên nhân chủ yếu gây ra sự chia rẽ các tầng lớp, gia tăng khoảng cách giàu nghèo khi một bộ phận giàu lên nhanh chóng bằng các hoạt động phi pháp. Bên cạnh đó, các ngành nghề kinh doanh phi pháp như buôn lậu, buôn bán chất kích thích, hoặc chế tạo nhiên liệu giả, thường tạo ra áp lực lên chính phủ, khi các khoản chi cho ngành hành pháp và tư pháp, y tế, và giao thông để khắc phục hậu quả ngày càng tăng cao. Ngoài ra, việc tội phạm tài chính không chịu sự quản lý của chính phủ sẽ tạo ra tiền đề để một số hành vi bất hợp pháp được ghi

nhận là các tập quán trong kinh doanh và được xã hội chấp nhận, góp phần làm suy thoái giá trị đạo đức của xã hội. Đây là trường hợp phổ biến tại các quốc gia mới nổi, nơi nhiều hành vi bất hợp pháp như hối lộ, tham nhũng, đi cửa sau, hoặc công ty gia đình tham gia các gói thầu đã được định sẵn, là các hành vi phổ biến và được xã hội chấp nhận, gây xói mòn cho tiêu chuẩn đạo đức của xã hội.

#### **4. Tội phạm tài chính và tác động đến tính minh bạch và toàn vẹn của thị trường tài chính**

Phát triển thị trường tài chính và trở thành trung tâm tài chính đã trở thành mục tiêu và chiến lược của các quốc gia mới nổi. Đây là chiến lược phát triển kinh tế đúng đắn. Bởi chỉ khi thị trường tài chính đạt đến một mức độ phát triển nhất định, nguồn vốn từ giới chủ doanh nghiệp và nhà đầu mới được lưu thông hiệu quả đến các chủ thể có nhu cầu sử dụng vốn trong nền kinh tế, tạo điều kiện chuyển giao công nghệ, chất xám và kinh nghiệm quản lý. Tuy nhiên, chiến lược này cũng đồng thời thu hút giới tội phạm tài chính, những người hiểu rõ nhu cầu vốn tại các thị trường mới nổi, cũng như tính sơ khai của các biện pháp nhận diện và phòng thủ trước tội phạm tài chính của các thị trường này.

Tội phạm tài chính là nguyên nhân dẫn đến 2 tác động tiêu cực cản trở sự phát triển của một thị trường tài chính: sự xói mòn trong tính minh bạch và sự đổ vỡ về tính toàn vẹn của thị trường tài chính.

##### *Sự xói mòn trong tính minh bạch của thị trường tài chính*

Tính minh bạch đề cập đến sự công bằng và tính mở về thông tin đối với các thực thể tham gia thị trường tài chính. Tính minh bạch đảm bảo mọi thực thể tham gia thị trường đều có quyền tiếp cận và sử dụng các nguồn thông tin thị trường, không bị chi phối bởi các nhóm lợi ích và các giao dịch nội gián để mang lại lợi ích cho các nhóm lợi ích đó.

Với các phương thức che giấu nguồn gốc bất hợp pháp của nguồn vốn, tội phạm tài chính tham gia thị trường tài chính với nguồn ngân quỹ lớn và nhận được nhiều sự quan tâm của các thực thể có nhu cầu sử dụng vốn. Ở các quốc gia mới nổi, giới tội phạm tài chính là những người có vai trò trong xã hội và chính quyền, do đó rất dễ hình thành các nhóm lợi ích, trong đó tội phạm tài chính liên tục chuyển đổi khoản đầu tư giữa các doanh nghiệp được đầu tư, hoặc các khu vực kinh tế và ngành nghề được đầu tư, để chuyển hóa nguồn vốn bất hợp pháp thành nguồn vốn hợp pháp. Thông qua các công ty hoặc quỹ đầu tư bình phong, tội phạm tài chính cản trở việc tiếp cận thông tin về nguồn gốc vốn đầu tư, cũng như tạo nên sự mất công bằng trên thị trường khi tiếp cận các nguồn thông tin nội gián.



Một khuynh hướng nhân tiền đối với các quốc gia mới nổi là trong quá trình phát triển nhanh chóng của nền kinh tế, một số quan chức chính phủ, người thân và đối tác giàu lên nhanh chóng nhờ các hành vi bất hợp pháp. Với sự phát triển của thị trường tài chính, các đối tượng này thường thành lập các công ty đầu tư bình phong, cung cấp nguồn vốn lớn cho các thị trường cổ phiếu và trái phiếu. Các công ty bình phong dần hình thành quyền sở hữu tại nhiều doanh nghiệp, xây dựng hệ thống mạng lưới thông tin nội gián, hình thành các nhóm chi phối giá cả thị trường. Với lợi nhuận khổng lồ từ hoạt động đầu tư, các đối tượng này có thêm điều kiện để không chỉ mở rộng các hoạt động phi pháp, còn nhanh chóng chuyển hóa nguồn vốn bất hợp pháp thành hợp pháp. Hệ quả để lại là một thị trường nơi nhà đầu tư chân chính không được đối xử công bằng và trở thành một phần trong kế hoạch điều khiển thị trường của giới tội phạm tài chính, thay vì những khoản đầu tư và chuyển giao công nghệ, chất xám và quy trình quản lý có lợi cho sự phát triển kinh tế, là các khoản đầu tư nhằm mục đích che giấu nguồn gốc bất hợp pháp của nguồn vốn.

Do đó, trong chiến lược phát triển thị trường tài chính, để không rơi vào tình huống thị trường bị chi phối bởi giới tội phạm tài chính, cũng như không tạo ra động lực phát triển kinh tế, những người làm chính sách và giới lãnh đạo tại các định chế tài chính cần giải đáp 2 bài toán lớn: nhận biết nguồn gốc của nhà đầu tư và vốn đầu tư, theo dõi các giao dịch để phát hiện trường hợp có dấu hiệu hoặc liên quan đến tội phạm tài chính.

#### *Sự đổ vỡ về tính toàn vẹn của thị trường tài chính*

Tính toàn vẹn đề cập đến chủ quyền của một chính phủ trong việc quyết định các chính sách liên quan đến việc quản lý và phát triển của thị trường tài chính. Ngoài ra, tính toàn vẹn cũng liên quan đến vấn đề tự chủ và độc lập trong quyết định đầu tư, hoạt động và phát triển của các doanh nghiệp và định chế tài chính của một quốc gia khi tham gia thị trường của một quốc gia khác.

Các thị trường tài chính có hình ảnh gắn liền với giới tội phạm tài chính, như là thiên đường rửa tiền và trốn thuế, thường bị áp đặt các lệnh trừng phạt vào cá nhân, doanh nghiệp, định chế tài chính và chính phủ bởi các quốc gia lớn như Anh, Mỹ và EU. Các lệnh trừng phạt, thường liên quan đến việc hạn chế hoặc cấm các giao dịch tài chính và kinh doanh, chuyển tiền và di chuyển, tạo ra nhiều hạn chế cho chính phủ và doanh nghiệp trong việc tự quyết định chính sách và chiến lược. Điều này tạo ra nhiều tác động nghiêm trọng đến chiến lược trở thành trung tâm tài chính, nơi nguồn vốn và các giao dịch phải lưu thông 2 chiều: từ ngoài vào nền kinh tế và ngược lại.

Tác động đầu tiên là chính phủ các nước chịu sự trừng phạt phải thương thảo với các nước áp đặt trừng phạt trước khi thi hành các chính sách. Tình huống phổ biến tại các quốc gia mới nổi thường bao gồm lệnh điều tra các đối tượng, hoặc áp dụng các chính

sách nhận diện và phòng chống tội phạm tài chính theo tiêu chuẩn của các quốc gia phát triển, vốn không phù hợp và tốn kém, theo yêu cầu từ các quốc gia áp đặt lệnh trừng phạt.

Tác động thứ hai là sự hạn chế về công nghệ, chất xám và kinh nghiệm quản lý vốn không được nhà đầu tư và giới chủ doanh nghiệp cân nhắc cho các thị trường có liên quan đến tội phạm tài chính, cũng như không thể dịch chuyển vào các thị trường này do các lệnh trừng phạt. Điều này dẫn đến các thị trường có liên quan đến tội phạm tài chính mất đi những yếu tố then chốt cho sự phát triển bền vững của nền kinh tế.

Tác động thứ ba là sự tẩy chay của cộng đồng quốc tế khiến các doanh nghiệp và định chế tài chính nội địa không thể phát triển thị trường nước ngoài. Điều này có thể do chính phủ nhiều nước áp đặt các quy trình kiểm tra nghiêm ngặt cho nguồn vốn đến từ các quốc gia có liên quan đến tội phạm tài chính, hoặc sự tẩy chay của khách hàng tại các thị trường nước ngoài. Đối với các thị trường mới nổi, không hiếm tình huống nhiều thị trường đã hình thành các tập đoàn và định chế tài chính nội địa với quy mô lớn, có thể cạnh tranh với các tập đoàn và định chế tài chính đa quốc gia, nhưng do uy tín của quốc gia và sự non yếu của hệ thống nhận diện và phòng ngừa tội phạm tài chính của quốc gia, không thể đầu tư hoặc đầu tư rất hạn chế và trong bí mật ở các thị trường nước ngoài.

Tác động thứ tư là thị trường bị chi phối bởi giới tội phạm tài chính, những người có khả năng và phương pháp để đưa vốn vào thị trường các nước mới nổi đang chịu lệnh trừng phạt. Điều này tạo ra thị trường vốn hóa lớn, giao dịch sôi nổi nhưng không được sự công nhận của cộng đồng quốc tế, trở thành điểm đến ưa thích của giới tội phạm tài chính.

Thách thức đặt ra cho giới quản lý chính phủ và các định chế tài chính đối với tính toàn vẹn của thị trường tài chính, trong bối cảnh thị trường là đích đến và mục tiêu của giới tội phạm tài chính, là tạo ra thể chế và chế độ kiểm soát phù hợp với bối cảnh thị trường và tình hình kinh tế trong nước để thu hút giới chủ doanh nghiệp và nhà đầu tư chân chính, tạo ra rào cản với giới tội phạm tài chính.

## **5. Những thay đổi trong chính sách và cơ chế ứng phó tội phạm tài chính của vương quốc Anh**

Trong 20 năm đầu của thiên niên kỷ mới, thị trường tài chính Anh chứng kiến sự phát triển mạnh mẽ với dòng vốn khổng lồ chảy vào từ Nga, Trung Quốc và Trung Đông. Cùng với sự phát triển của các định chế tài chính, khối lượng giao dịch của thị trường và sự tăng trưởng nóng của thị trường bất động sản, giới quản lý Anh nhận ra kẽ hở lớn trong hệ thống quản lý về hành vi tài chính. Nhận thấy mối đe dọa an ninh quốc gia ngày càng gia tăng từ các hành vi tài chính, đặc biệt từ tội phạm tài chính, ngày 1-4-2013, cơ quan Giám sát và Quản lý Dịch vụ Tài chính của Anh đã tái cấu trúc và tự phân tách thành cơ quan Giám sát và Quản lý Hành vi Tài chính và cơ quan Giám sát và Quản lý Vốn. Giới

quản lý của Anh cho rằng, nếu việc quản lý vốn nhằm mục đích phòng tránh mụcộc khủng hoảng và sụp đổ hàng loạt của thị trường tài chính như hồi 2008, việc quản lý các hành vi trên thị trường càng có vai trò quan trọng bởi chức năng này giúp các thực thể tham gia thị trường hiểu được quyền, nghĩa vụ và cách thức điều chỉnh hành vi của mình, nhằm đảm bảo tính minh bạch và toàn vẹn của thị trường, cũng như đảm bảo tội phạm tài chính không có không gian hoạt động trên thị trường tài chính Anh.

Ngay từ ngày đầu thành lập, cơ quan Quản lý và Giám sát Hành vi Tài chính đã được quốc hội Anh giao 4 nhiệm vụ trọng tâm: quản lý cách thức giao dịch và phân phối sản phẩm tài chính giữa các thực thể tham gia thị trường, quản lý chức năng và nhiệm vụ của giới quản lý tại các định chế tài chính, quản lý cạnh tranh, và quản lý việc phòng ngừa tội phạm tài chính, bao gồm các hành vi giao dịch nội gián, rửa tiền, tung tin không và không chế thị trường thông qua các nhóm lợi ích.

Bên cạnh việc thành lập 2 cơ quan trên, quốc hội Anh cũng tăng cường hành lang pháp lý bằng các đạo luật Phòng chống rửa tiền và Luật Hình sự sửa đổi. Trong đó quy định rõ quyền và nghĩa vụ của các đối tượng chịu sự quản lý của 2 bộ luật này trong vấn đề phòng chống tội phạm tài chính và rửa tiền. Dựa trên 2 bộ luật này, cơ quan Quản lý và Giám sát Hành vi Tài chính thường xuyên tiến hành 3 nghiệp vụ quản lý đối với các định chế tài chính:

#### *Kiểm tra theo chuyên đề*

Đây là hình thức trong đó cơ quan Quản lý và Giám sát Hành vi Tài chính đánh giá khuynh hướng tội phạm tài chính, trong bối cảnh thị trường, kinh tế và xã hội nhằm xác định các khu vực hoặc nghiệp vụ có khả năng bị tội phạm tài chính lợi dụng để đưa nguồn vốn bất hợp pháp vào thị trường. Trung bình mỗi năm, cơ quan này tiến hành kiểm tra 5-10 chuyên đề, nhắm vào các nhóm định chế tài chính riêng biệt, như định chế tài chính vừa và nhỏ, định chế tài chính phục vụ cho khách hàng có tổng tài sản cao, định chế tài chính từ Nga, Trung Quốc hoặc Trung Đông, hoặc định chế tài chính toàn cầu.

Trong mỗi đợt kiểm tra theo chuyên đề, các định chế tài chính sẽ được thông báo trước về mục tiêu và cách thức tổ chức của đợt kiểm tra và có nghĩa vụ cung cấp đầy đủ thông tin, nhân lực và thời gian để hỗ trợ cơ quan Quản lý và Giám sát Hành vi Tài chính thực hiện chức năng kiểm tra. Tuy mỗi đợt kiểm tra sẽ có mục tiêu riêng biệt, tựu trung lại mục tiêu sau cùng của cơ quan này nhằm đánh giá mức độ chặt chẽ trong quản lý và giám sát tại các định chế tài chính, cũng như tính tuân thủ luật và quy định của các định chế tài chính trong vấn đề phòng ngừa tội phạm tài chính. Các chuyên đề thường gặp trong các đợt kiểm tra bao gồm:

- Hệ thống và phương pháp phòng chống tội phạm tài chính, bao gồm các tình huống có rủi ro đặc biệt cao;

- Hệ thống và phương pháp theo dõi giao dịch;
- Cách thức triển khai hệ thống phòng chống tội phạm tài chính theo phương pháp đánh giá rủi ro;
- Cách tiếp cận của định chế tài chính với các đối tượng chịu lệnh trừng phạt; và
- Hệ thống và phương pháp chống hối lộ, tham nhũng và tội phạm kinh tế.

Với tính chất chuyên sâu và kéo dài, cũng như tần suất liên tục, của các đợt kiểm tra theo chuyên đề, cơ quan Quản lý và Giám sát Hành vi Tài chính tạo nên áp lực cần thiết để các định chế tài chính và các thực thể tham gia thị trường tài chính liên tục đổi mới quy trình quản lý, áp dụng các công nghệ vào quy trình quản lý, để đáp ứng yêu cầu ngày càng cao của cơ quan này. Đối với các định chế tài chính không đạt yêu cầu sau mỗi đợt kiểm tra, các hình thức chế tài được đặt ra, bao gồm các hình phạt về tài chính và giám sát bằng chuyên gia, thường kéo dài và đem lại tổn thất lớn về tài chính. Vì vậy, các định chế tài chính của Anh đã đầu tư rất nhiều cho bộ phận quản lý rủi ro và phòng chống tội phạm tài chính, đã tạo ra 2 tác động tích cực: sự thay đổi và tiến bộ của định chế tài chính trong vấn đề phòng thủ tội phạm tài chính; bức tường quản lý nhằm hạn chế giới tội phạm tài chính thâm nhập thị trường tài chính Anh.

#### *Giám sát bằng chuyên gia*

Đây là hình thức giám sát theo Điều 166 Bộ Luật Dịch vụ và Thị trường Tài chính do quốc hội Anh đưa vào lưu hành từ năm 2000. Điều 166 cho phép cơ quan Quản lý và Giám sát Hành vi Tài chính bổ nhiệm một doanh nghiệp tư vấn với vai trò chuyên gia phòng chống tội phạm tài chính tiến hành đánh giá hệ thống, nhân lực và quy trình phòng chống tội phạm tài chính của một định chế tài chính. Hình thức giám sát theo điều 166 thường được cơ quan này áp đặt trong trường hợp định chế tài chính bộc lộ nhiều sai phạm và thiếu sót nghiêm trọng trong các đợt kiểm tra theo chuyên đề. Mục tiêu sau cùng của giám sát theo điều 166 là để cơ quan này có đánh giá khách quan về những thay đổi và tiến bộ, nếu có, của định chế tài chính trong thời gian sau các đợt kiểm tra chuyên đề, và nếu không có những thay đổi cần thiết như đã nêu ra trong kiểm tra chuyên đề, đưa ra các hình phạt cần thiết để răn đe và chấn chỉnh định chế tài chính.

Giám sát theo Điều 166 đã trở thành công cụ đặc lực của cơ quan Quản lý và Giám sát Hành vi Tài chính, tạo điều kiện cho sự hợp tác chặt chẽ giữa các chuyên gia chính phủ và chuyên gia trên thị trường trong lĩnh vực phòng chống tội phạm tài chính. Với sự phát triển của thị trường và tình hình tội phạm tài chính tại Anh, số lượng đợt giám sát theo Điều 166 đã gia tăng với tốc độ nhanh chưa từng có trong lịch sử, từ gấp rưỡi đến gần gấp đôi qua mỗi năm. Sau mỗi đợt giám sát, cơ quan này đặt ra các hình thức chế tài

về tài chính khổng lồ, có thể lên đến hàng trăm triệu bảng Anh. Bên cạnh đó, các hình thức chế tài phi tài chính như trút quyền điều hành định chế tài chính của các vị trí quản lý, yêu cầu thay đổi hệ thống và quy trình quản lý phòng chống tội phạm tài chính, cũng như yêu cầu đầu tư nâng cấp hệ thống theo dõi giao dịch cũng thường được cơ quan này áp dụng.

Nếu việc kiểm tra theo chuyên đề tạo ra áp lực tuân thủ và đổi mới cho các định chế tài chính, việc giám sát theo Điều 166 là tuyên ngôn của cơ quan Quản lý và Giám sát Hành vi Tài chính rằng, không sai phạm nào được chấp nhận từ phía cơ quan quản lý chính phủ. Điều này tạo nên bức tường quản lý mạnh mẽ để phòng chống tội phạm tài chính lợi dụng kẽ hở thâm nhập thị trường.

### *Truy tố*

Nếu kiểm tra theo chuyên đề và giám sát theo Điều 166 thường để lại các hình phạt thương mại, truy tố hình sự là biện pháp nhằm mục đích truy tố theo bộ luật phòng chống rửa tiền. Hình thức này chưa từng được thực hiện cho đến tháng 3-2021 khi cơ quan Quản lý và Giám sát Hành vi Tài chính công khai tuyên bố tiến hành truy tố Ngân hàng NatWest của Anh về những sai phạm nghiêm trọng trong hệ thống và quy trình phòng ngừa tội phạm tài chính.

Đối với truy tố, trở ngại lớn nhất đối với cơ quan quản lý là quá trình thu thập chứng cứ, vốn kéo dài và thường bị phân tách do quá trình hoạt động của định chế tài chính bị truy tố. Thực tế các định chế tài chính sẽ sử dụng các luật sư tố tụng có nhiều kinh nghiệm trên thị trường, dẫn đến cuộc chiến pháp lý kéo dài và không mang lại nhiều lợi ích tài chính cho chính phủ, như các hình thức kiểm tra theo chuyên đề và giám sát theo Điều 166. Thông thường, cơ quan quản lý phải đảm bảo việc tìm ra chuyên gia có tiếng nói trên thị trường và được công nhận rộng rãi trong cộng đồng chuyên gia phòng chống tội phạm tài chính, để tiến hành thẩm tra, đánh giá độc lập các bất thường và sai phạm của định chế tài chính bị truy tố; phối hợp với luật sư truy tố của cơ quan quản lý tiến hành đánh giá sự thành lập các sai phạm pháp luật.

Tuy quá trình truy tố vừa mới bắt đầu, đây sẽ là câu chuyện đáng để theo dõi bởi sẽ tạo thành án lệ đầu tiên trên thị trường Anh, khi một sai phạm toàn diện về phòng chống rửa tiền lần đầu được đưa ra tòa án trên góc độ vi phạm pháp luật.

## **6. Vấn đề nâng cao khả năng ứng phó tội phạm tài chính của Việt Nam trong chiến lược xây dựng và phát triển thị trường tài chính**

Đi cùng với quá trình phát triển kinh tế, tình hình tội phạm trong và ngoài nước đang có những diễn biến phức tạp. Bên cạnh giới làm ăn phi pháp nấp bóng các doanh nghiệp hợp pháp, hoặc giới công ty sâu sau đóng vai trò bình phong cho các hoạt động tham nhũng của một bộ phận quan chức biến chất, Việt Nam đang là mục tiêu của nhiều nhóm tội phạm tài chính xuyên quốc gia tìm kiếm miền đất an toàn, ít chịu sự quản lý của chính phủ để chuyển hóa nguồn vốn bất hợp pháp.

Song song với các loại hình tội phạm truyền thống, trong quá trình chuyển hóa nền kinh tế trong thời đại số hóa, các hệ sinh thái tài chính mới nổi tại Việt Nam, cũng như các loại hình tiền tệ phi vật thể như tiền ảo, cũng đang tạo ra những thách thức lớn không chỉ với Việt Nam còn cho nhiều chính phủ trên thế giới. Không thể phủ nhận các hoạt động kinh tế số đem lại nhiều lợi ích cho nền kinh tế. Tuy nhiên, với đặt điểm không yêu cầu nhiều sổ sách và chứng từ, kinh tế số đang trở thành điểm đến hấp dẫn cho giới tội phạm tài chính, nhất là khi các giao dịch gần như không để lại nhiều dấu vết như kinh tế truyền thống, khung pháp lý và quản lý về pháp luật vẫn đang bỏ ngõ.

Trong khuôn khổ bài viết này, chúng ta bàn về những giải pháp Việt Nam có thể thực hiện trong giai đoạn trước mắt để tạo nền tảng trong sạch và lành mạnh để thị trường tài chính và nền kinh tế có thể phát triển theo hướng đưa đất nước vươn mình trở thành quốc gia hiện đại và phát triển bền vững. Quan trọng hơn, đây là những giải pháp có thể giúp Việt Nam nâng cao khả năng ứng phó tội phạm tài chính, giúp thị trường tài chính Việt Nam giữ vững mục tiêu là điểm đến hấp dẫn cho giới chủ doanh nghiệp và nhà đầu tư chân chính.

### *Thành lập cơ quan chuyên trách về hành vi tài chính*

Trong giai đoạn đầu, cơ quan này cần tập trung vào các hành vi dễ bị lợi dụng bởi giới tội phạm tài chính. Về các hành vi khác trên thị trường, như giao dịch và phân phối sản phẩm tài chính và cạnh tranh không lành mạnh, có thể nghiên cứu và đưa vào thực hiện trong tương lai xa. Để hoạt động hiệu quả và nắm bắt được các thông tin quan trọng, cơ quan này cần được Chính phủ tạo hành lang pháp lý và hướng dẫn để hợp tác với cơ quan chuyên trách về an ninh và tội phạm kinh tế, cũng như với các định chế tài chính.

Cơ quan chuyên trách về hành vi tài chính cần tiến hành các nghiệp vụ sau đây để thực hiện chức năng giám sát và quản lý, tạo tiền đề nâng cao sức phong thủ tội phạm tài chính:

- Nghiên cứu các khuynh hướng mới của tội phạm tài chính, bao gồm các phương pháp rửa tiền và tổ chức tội phạm, trong bối cảnh kinh tế và xã hội của đất nước,

để làm đánh giá tổng thể về rủi ro rửa tiền trong nền kinh tế và xác định các đối tượng, khu vực, cũng như định chế tài chính, là mục tiêu của tội phạm tài chính. Nghiên cứu này cần được tiến hành theo năm và báo cáo phải có trước khi cơ quan tiến hành lên kế hoạch hoạt động cho năm mới.

- Trên cơ sở báo cáo đánh giá, lên kế hoạch tiến hành kiểm tra theo chuyên đề. Để thực hiện nhiệm vụ này, cơ quan chuyên trách cần hiểu rõ các mảng, quy trình và hệ thống của định chế tài chính cần được đánh giá; cũng như bối cảnh tội phạm tài chính và các thực thể liên quan, để đặt ra những mục tiêu phù hợp cho đợt đánh giá. Quan trọng hơn, cơ quan chuyên trách cần có những cán bộ đủ kinh nghiệm và trình độ để nắm bắt được những điểm yếu và sai sót trong quy trình quản lý và thực tế kinh doanh của các định chế tài chính.
- Hình thành cơ chế hợp tác giữa cơ quan chuyên trách và các công ty tư vấn trên thị trường, để tiến hành đánh giá độc lập những cải thiện của các định chế tài chính sau quá trình kiểm tra theo chuyên đề.
- Hình thành các chế tài tài chính và phi tài chính, tạo nên những áp lực phát triển cần thiết cho các định chế tài chính và thị trường tài chính.
- Hình thành cơ chế ghi nhận và lưu trữ kết quả của quá trình kiểm tra theo chuyên đề và đánh giá của chuyên gia nhằm xây dựng một thư viện các định chế tài chính và cộng đồng có thể truy cập nhằm nâng cao nhận thức và chia sẻ kinh nghiệm.

Trong bối cảnh hiện nay của Việt Nam, thiết nghĩ sẽ có 3 trở lực lớn trong việc thành lập và hoạt động của cơ quan chuyên trách về hành vi tài chính: hành lang pháp lý, khả năng phối hợp hoạt động với các cơ quan chuyên trách khác và với khối tư nhân, và trình độ của viên chức cơ quan này. Trước khi thành lập, Chính phủ có thể lấy ý kiến của các chuyên gia đã từng làm việc cho các cơ quan tương đương ở các nước phát triển để học hỏi kinh nghiệm, phương thức tổ chức.

*Sửa đổi bổ sung bộ luật phòng chống tội phạm tài chính và phòng chống tham nhũng*

Khuynh hướng của các nước phát triển là đưa hướng dẫn của các tổ chức phòng chống tội phạm tài chính và phòng chống tham nhũng được công nhận trên thế giới vào một phần bộ luật. Điều này không những giúp tiết kiệm thời gian đối với nhà làm chính sách ở các quốc gia mới nổi, còn đem lại khả năng cập nhật liên tục đối với các khuynh hướng mới trên thế giới. Tuy nhiên, Chính phủ cần thành lập ban chuyên trách gồm những cán bộ đủ kiến thức và kinh nghiệm để nghiên cứu các hướng dẫn này, đưa ra các sửa đổi, bổ sung và ngoại trừ để phù hợp với tình hình kinh tế, xã hội và pháp luật của Việt Nam. Khi

đã chính thức đưa vào luật, Chính phủ cần cho các định chế tài chính nắm được vấn đề vi phạm hướng dẫn cũng đồng nghĩa với vi phạm luật.

*Làm việc chặt chẽ với các tổ chức đánh giá về tính minh bạch và các tổ chức phòng chống tội phạm tài chính trên thế giới*

Để xây dựng vị thế minh bạch tài chính cho Việt Nam, Chính phủ cần xây dựng cơ chế để chủ động làm việc, và trong các trường hợp cần thiết hợp tác với các tổ chức minh bạch trên thế giới. Một nguyên nhân cơ bản là các báo cáo đánh giá, cũng như bảng xếp hạng của các tổ chức này thường xuyên được giới chủ doanh nghiệp và đầu tư chân chính tham khảo trước khi tiến hành ra quyết định đầu tư. Bên cạnh đó, vị thế của các doanh nghiệp Việt Nam khi tiến hành đầu tư ra nước ngoài, cũng như uy tín của Việt Nam trong cộng đồng tài chính thế giới, cũng phụ thuộc vào góc nhìn của những tổ chức này.

Trong quá trình xây dựng mối quan hệ với các tổ chức minh bạch, Việt Nam cần sử dụng các cán bộ có uy tín trên trường quốc tế trong các cuộc đối thoại và hợp tác. Điều này rất quan trọng bởi Việt Nam cần là bên làm chủ các cuộc trao đổi, nhằm đạt được mục tiêu trở thành bên có thiện ý thay đổi, cải thiện hệ thống phòng thủ tài chính và chống hối lộ và là đối tác bình đẳng của các tổ chức minh bạch. Mối quan hệ với các tổ chức này cũng tạo điều kiện cho Việt Nam được tiếp xúc với những góc nhìn và nghiên cứu về khuynh hướng tội phạm tài chính và tham nhũng trên thế giới, qua đó hình thành những định hướng cho chính sách của Việt Nam.

Các tổ chức minh bạch là những công cụ truyền thông hiệu quả trên trường quốc tế. Việc đưa Việt Nam trở thành đối tác hợp tác chặt chẽ và bình đẳng với các tổ chức này, cũng đem lại nhiều lợi ích cho Việt Nam trên trường quốc tế. Tối thiểu, giới chủ doanh nghiệp và nhà đầu tư chân chính sẽ nhận thấy những thay đổi trong môi trường kinh doanh và tài chính của Việt Nam, tạo điều kiện thuận lợi cho nguồn vốn, cũng như công nghệ, chất xám, và quy trình quản lý được đưa về nước. Bên cạnh đó, nguồn vốn từ Việt Nam đầu tư ra nước ngoài cũng được nhận sự đối xử công bằng, tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển của lớp doanh nghiệp hàng đầu có mạng lưới trên thế giới, giống như những gì các nước trong khu vực đạt được trong những thập niên qua.



# KỶ YẾU HỘI THẢO KHOA HỌC QUỐC GIA

ĐỊNH HÌNH LẠI HỆ THỐNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU  
VÀ CHIẾN LƯỢC CỦA VIỆT NAM

## PHẦN 3

CHÍNH SÁCH VĨ MÔ  
VÀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

# 17.

## MỘT SỐ VẤN ĐỀ VỀ AN NINH KINH TẾ VIỆT NAM TRƯỚC CÁC XU THẾ BIẾN ĐỘNG TOÀN CẦU VÀ QUÁ TRÌNH CHUYỂN ĐỔI SỐ

Nguyễn Đông Phong\*

Tô Công Nguyên Bảo\*

Nguyễn Khắc Quốc Bảo\*

### Tóm tắt

*Hội nhập quốc tế và Cách mạng công nghiệp lần thứ tư là hai xu hướng toàn cầu chủ yếu hiện nay, tác động bao trùm lên mọi lĩnh vực kinh tế - xã hội, trong đó có vấn đề an ninh kinh tế. Các mô hình kinh doanh kiểu mới, các sản phẩm - dịch vụ của nền kinh tế số cũng đặt ra các thách thức cho an ninh không gian mạng và an ninh phi truyền thống. Trong khi đó, đại dịch Covid-19 bùng nổ đã gây ra nhiều hệ lụy, làm trầm trọng hơn các bất ổn toàn cầu vốn đã tồn tại trước đây. Các quốc gia đang đối mặt với những thách thức nghiêm trọng, các rủi ro tiềm ẩn có thể dẫn đến sự đổ vỡ các mối quan hệ kinh tế và chính trị toàn cầu. Khi luật pháp quốc tế và vai trò của các thiết chế đa phương bị suy yếu và thách thức thì việc tự cường trong mọi mặt từ kinh tế đến chính trị là nhân tố sống còn của mỗi quốc gia. Vì vậy, đảm bảo an ninh kinh tế, giữ một môi trường kinh doanh thuận lợi và an toàn có vai trò then chốt để ổn định kinh tế vĩ mô, tạo tiền đề quan trọng để hoàn thành các chiến lược và mục tiêu kinh tế dài hạn.*

**Từ khóa:** An ninh kinh tế, an ninh phi truyền thống, hội nhập quốc tế.

### 1. Bối cảnh quốc tế và làn sóng cách mạng công nghiệp 4.0

#### 1.1. Các bất ổn toàn cầu đang có xu hướng gia tăng sau đại dịch Covid-19

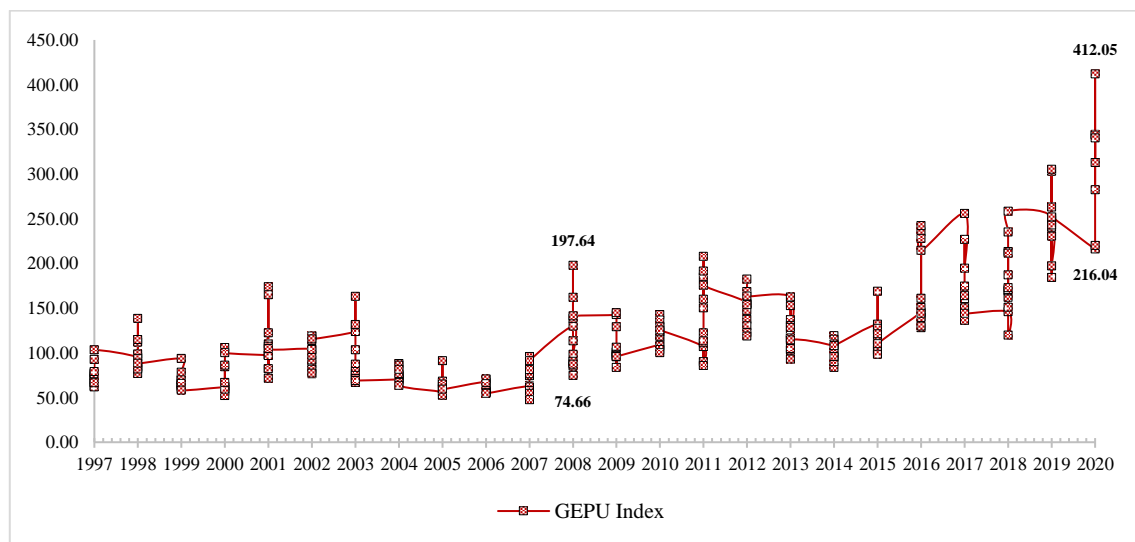
Đại dịch đã khiến các quốc gia phải thực thi những biện pháp mạnh dạn để phòng chống và khắc chế, đây được xem là cuộc “Đại phong tỏa” có quy mô toàn cầu. Những tác động nặng nề từ cú sốc y tế này không những tàn phá nền kinh tế thế giới mà còn làm các bất ổn trước đây diễn ra nhanh và nghiêm trọng hơn. Việc này gây ra những thách thức tiềm

\*Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [nguyenbao@ueh.edu.vn](mailto:nguyenbao@ueh.edu.vn)

tàng và hậu quả có thể dẫn đến sự đổ vỡ trong mối quan hệ kinh tế lẫn chính trị, một trật tự thế giới mới có thể được thiết lập giai đoạn hậu dịch. Đại dịch có lẽ là chất xúc tác làm cho sự đối đầu vì mâu thuẫn lợi ích giữa các quốc gia trở nên căng thẳng hơn bao giờ hết.

Minh chứng điển hình là cuộc chiến tranh thương mại Mỹ-Trung, quá trình Brexit của Anh với EU. Cũng như hành động của Mỹ rút khỏi Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP) vào tháng 01/2017, xem xét lại Hiệp định Thương mại Tự do Bắc Mỹ (NAFTA) và việc dán nhãn chỉ định các đối tác thương mại song phương có hành vi thao túng tiền tệ gần đây. Các bằng chứng này cho thấy chủ nghĩa đơn phương đang trở lại rất mạnh mẽ. Liệu tính dân chủ hóa có suy yếu hay không khi mà chủ nghĩa đa phương trong thời gian qua đang gặp phải những thách thức không nhỏ. Không phải ngẫu nhiên mà một xu hướng chung hiện nay cho thấy các cường quốc như Mỹ ưu tiên chủ nghĩa đơn phương và song phương nhiều hơn. Một viễn cảnh đầy bi quan cho tương lai thế giới khi mà hoàn cảnh "đèn nhà ai nấy sáng, thân ai nấy lo" càng gia tăng. Kết quả này minh chứng cho sự trở lại của chủ nghĩa bảo hộ, chủ nghĩa dân túy và khu vực hóa hiện nay.

### Hình 1. Chỉ số bất ổn trong chính sách kinh tế toàn cầu GEPU, giai đoạn 1997-2020



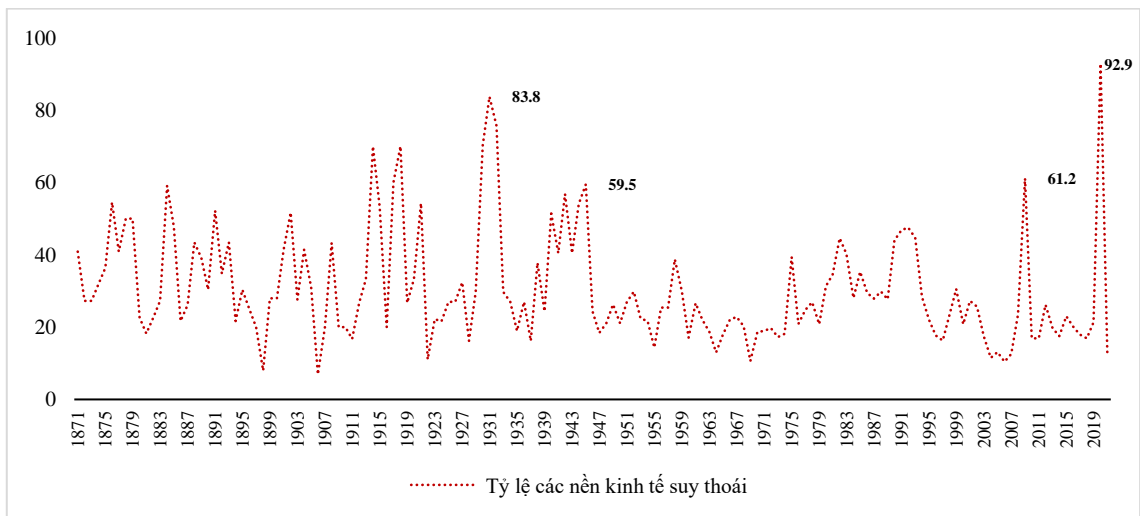
Nguồn: Nguyễn Khắc Quốc Bảo và Nguyễn Đông Phong (2021), dữ liệu trích xuất từ Policy Uncertainty Ghi chú: Chỉ số bất ổn chính sách kinh tế toàn cầu (Global Economic Policy Uncertainty - GEPU) được xây dựng dựa trên số liệu của 21 nền kinh tế lớn trên thế giới, trên cơ sở: (1) mức độ phản ánh các từ khóa liên quan đến bất ổn, chính sách, kinh tế trên các tờ báo uy tín; (2) báo cáo của Văn phòng Ngân sách Quốc hội Hoa Kỳ (Congressional Budget Office - CBO); và (3) kết quả khảo sát từ Ngân hàng dự trữ liên bang Philadelphia.

Cú sốc phi truyền thống từ Covid-19 buộc các quốc gia phải thay đổi chiến lược phát triển, tái cấu trúc nền kinh tế, đồng thời xem xét lại những mối quan hệ thương mại. Đặc biệt, sự thay đổi đến từ các cường quốc càng có mức độ ảnh hưởng nhiều hơn đến kinh

tế và chính trị toàn cầu. Có thể thấy, cạnh tranh địa chính trị của các cường quốc tiếp tục leo thang nhằm khẳng định vị thế người “thủ lĩnh” của khu vực và tham vọng hơn là dẫn dắt thế giới. Kỳ nguyên hậu Covid-19 có thể sẽ dẫn đến một trật tự thế giới mới được thiết lập kể từ sau thời Thế chiến thứ II, thời điểm Mỹ đã có những thành công nhất định trong thiết lập vị thế.

Ở góc độ kinh tế, sự cộng hưởng của những bất ổn trước đây và sức tàn phá từ Covid-19 đã khiến thế giới rơi vào một trong những lần suy thoái trầm trọng nhất lịch sử. Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) dự báo kinh tế toàn cầu trong năm 2020 giảm ở mức -4,4%, và một “sắc đỏ” bao trùm trong bản đồ tăng trưởng kinh tế. Kinh tế toàn cầu đang đối mặt với những bất ổn và thách thức nghiêm trọng. Các nền kinh tế đang “ngập” trong tiền, cùng với sự gián đoạn trong thanh khoản, khủng hoảng nợ công có khả năng xảy ra, sự đứt gãy các chuỗi cung ứng, sự quay đầu của dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài. Kết hợp với những bất ổn trước đây, Covid-19 làm cho quá trình toàn cầu hóa trở nên thoái trào và một trật tự thế giới mới hậu dịch sẽ được thiết lập.

**Hình 2. Tỷ lệ các nền kinh tế đối mặt với suy thoái (%), 1871-2021**



Nguồn: Nguyễn Khắc Quốc Bảo và Nguyễn Đông Phong (2021), dữ liệu trích xuất từ WB.

Ghi chú: Tỷ lệ các nền kinh tế suy thoái được định nghĩa như là sự thu hẹp GDP bình quân đầu người hàng năm.

**Vai trò của luật pháp quốc tế và các thiết chế đa phương đang dần suy yếu.** Một ví dụ chính là việc Liên Hợp Quốc (UN) không thể hiện mạnh mẽ vai trò thúc đẩy nỗ lực hợp tác giữa các nước nhằm ứng phó với sự tàn phá của Covid-19, việc này càng làm sự chia rẽ sâu sắc giữa các siêu cường như Trung Quốc và Mỹ thêm trầm trọng. Song song đó, sự phản ứng chưa kịp thời của Tổ chức Y tế Thế giới (WHO) cũng đã dẫn đến những tranh luận lớn về vai trò chống dịch của tổ chức này, thậm chí trở thành một sản diễn chính trị giữa các nhóm quốc gia thân Mỹ và các quốc gia ủng hộ Trung Quốc.

Thay vì cùng nhau hợp tác tìm ra giải pháp khắc chế đại dịch, thì hành động đầu tiên mà Mỹ và các liên minh hướng đến đó là muốn trừng phạt Trung Quốc do nghi ngờ quốc gia này cố tình làm lây lan Covid-19. Chính vì lẽ đó, ngày 19/5/2020, Đại hội đồng Y tế Thế giới (WHA) và các thành viên WHO thông qua việc kêu gọi điều tra về những phản ứng của WHO trước đại dịch, khiến Covid-19 lây lan trên diện rộng. Đây cũng là một minh chứng cho thấy sự suy yếu của các thiết chế đa phương, không những chỉ có WHO mà cả UN, tổ chức đa phương lớn nhất thế giới hiện nay.

Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) cũng không phải là trường hợp ngoại lệ trong xu hướng suy yếu của các thiết chế đa phương. Việc Mỹ châm ngòi thương chiến Mỹ-Trung hay dán nhãn thao túng tiền tệ dựa trên các tiêu chuẩn đơn phương đã khiến vai trò của WTO trở nên mờ nhạt. Theo thông lệ quốc tế, việc giải quyết tranh chấp thương mại thường phải thông qua các tổ chức quốc tế như WTO. Toàn bộ các sự kiện nêu trên đã khiến những nghi vấn về vai trò của các tổ chức quốc tế, hợp tác đa phương ứng phó ra sao trước những thảm họa toàn cầu như Covid-19 khi mà một thế giới đang chìm đắm trong sự chia rẽ sâu sắc. Thậm chí, có những thế lực lợi dụng tình hình dịch bệnh để thực thi những hành động chống phá, kìm hãm sự phát triển của các nước khác.

***An ninh phi truyền thống đang được báo động.*** Một trong những vấn đề cấp bách hiện nay là cần phải đảm bảo an ninh quốc gia, bao gồm cả an ninh truyền thống và phi truyền thống, khi đó đòi hỏi các quốc gia phải nỗ lực để theo kịp và giải quyết sự biến hóa đa dạng của các hình thức phạm tội. Trong phạm vi bài tham luận này, chúng tôi tập trung xem xét vấn đề an ninh phi truyền thống mà cụ thể là an ninh kinh tế và an ninh mạng trong bối cảnh hội nhập quốc tế và làn sóng CMCN 4.0. An ninh phi truyền thống thường liên quan đến các vấn đề về an ninh mạng, kinh tế, lương thực, năng lượng, môi trường, dịch bệnh, nguồn nước, biến đổi khí hậu, già hóa dân số, v.v.

Với sự bùng nổ của CMCN 4.0, một minh chứng từ các cuộc xung đột chính trị không chỉ đơn thuần ở khía cạnh giao chiến trực tiếp mà còn là những hành động tấn công an ninh mạng như cách Iran áp dụng với Mỹ. Đây thật sự là mối đe dọa đến hòa bình và an ninh toàn cầu khi mà cách thức triển khai của các cuộc tấn công mạng rất đa dạng và rất khó để phát hiện. Ở khía cạnh kinh tế, các ngân hàng lớn như JPMorgan Chase, Bank of America cũng đã trải qua những lần bị tấn công mạng theo hình thức làm gián đoạn, từ chối các dịch vụ của khách hàng (DDos). Những cuộc tấn công này còn gây thiệt hại kinh tế cho các chủ thể, cá nhân bằng cách phát tán mã độc, virus, phần mềm gián điệp, thu thập thông tin cá nhân bất hợp pháp, v.v.

Có thể thấy tầm quan trọng của không gian mạng không khác gì so với các vùng lãnh thổ trên đất liền, trên biển, trên không và không gian. Cùng với CMCN 4.0 thì hội nhập quốc tế là một xu hướng chủ đạo hiện nay của thế giới. Bên cạnh những lợi ích song

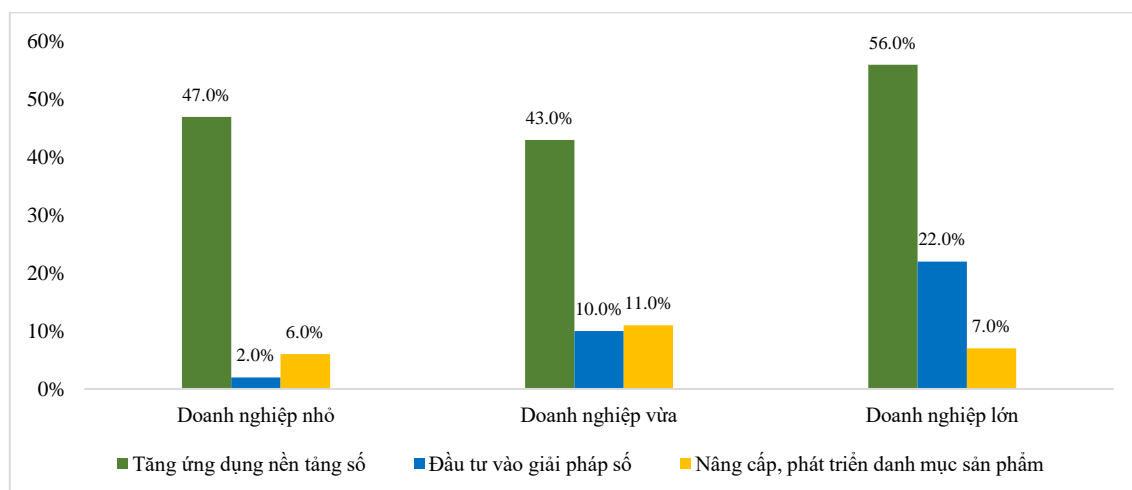
phương, đa phương có được thì vẫn có những thách thức đặt ra cho mỗi quốc gia. Một trong những thách thức đó là tồn tại những âm mưu “*dùng kinh tế để chuyển hóa chính trị*” của các cường quốc với những nước phụ thuộc quá nhiều vào họ. Đã có những giả thuyết cho rằng Trung Quốc đang lợi dụng việc hội nhập toàn cầu để “xâm lược” kinh tế và hoàn thiện sức mạnh quân sự nhằm hiện thực hóa “Giấc mộng Trung Hoa”.

Một thách thức khác đáng quan tâm hiện nay đó là an ninh lương thực và nạn đói, Covid-19 khiến số lượng người lâm vào cảnh đói trong năm 2020 tăng thêm 132 triệu, nâng tổng số lên 822 triệu người, chiếm 10,6% dân số toàn cầu (FAO, UNICEF, WFP, WHO). Dự báo của Oxfam International cho thấy Covid-19 có thể khiến khoảng 12.000 người chết vì đói mỗi ngày vào cuối năm 2020. Thống kê từ UN cũng đã minh chứng rằng lương thực trên toàn thế giới hiện nay hoàn toàn đủ đáp ứng nhu cầu cơ bản của mỗi người dân, điều này hàm ý rằng trong khi một số quốc gia không thể tiếp cận với lương thực, thực phẩm thì tại nhiều quốc gia khác lại đang dư thừa. Kết quả này càng làm rõ hơn sự bất bình đẳng trong xã hội hiện nay, khi mà “kẻ ăn không hết, người lân chẳng ra”.

***Covid-19 đã thúc đẩy quá trình chuyển đổi số diễn ra nhanh hơn.*** CMCN 4.0 đã lan tỏa đến mọi ngõ ngách và định hình lại cách thức vận hành, hoạt động sản xuất, dịch vụ của toàn thế giới. Trong bối cảnh Covid-19, làm thế nào để các cá nhân, doanh nghiệp thích ứng và tồn tại trong một nền kinh tế không tiếp xúc trực tiếp. Việc chuyển đổi số lúc này là một giải pháp được sử dụng rộng rãi và hướng đến một tương lai mới theo một cách tiếp cận mới.

Nền kinh tế Việt Nam đã cho thấy khả năng thích ứng tích cực, đặc biệt là khi xem xét hành vi của doanh nghiệp trong giai đoạn đại dịch. Khả năng ứng dụng công nghệ số, tự động hóa sản xuất, áp dụng các hoạt động đổi mới sáng tạo đã góp phần giúp doanh nghiệp vượt qua những khó khăn từ cuộc khủng hoảng y tế lần kinh tế. Báo cáo BPS do Tổng cục Thống kê (GSO) và Ngân hàng Thế giới (WB) đã ghi nhận, trong 09 tháng đầu năm 2020, hơn 60% doanh nghiệp tham gia khảo sát thích nghi với trạng thái bình thường mới bằng cách ứng dụng công nghệ số, tăng thêm 10% so với tháng 06/2020. Có lẽ sự tàn phá của Covid-19 đã quá rõ ràng nhưng cũng từ biến cố này đã thay đổi hành vi và cách thức hoạt động của các doanh nghiệp, từ cơ cấu tổ chức đến khả năng sản xuất, quản lý, và vận hành.

**Hình 3. Xu hướng ứng dụng các nền tảng số (% số doanh nghiệp khảo sát)**



Nguồn: Nguyễn Khắc Quốc Bảo và Nguyễn Đông Phong (2021), dữ liệu trích xuất từ WB.

Ghi chú: Báo cáo Đánh Giá Tác Động Tới Doanh Nghiệp (Business Pulse Survey, BPS) được thực hiện trong giai đoạn cuối tháng 9 và giữa tháng 10 năm 2020 nhằm đánh giá hiện trạng hồi phục kinh tế thông qua phương pháp phỏng vấn trực tiếp và điện thoại từ 501 doanh nghiệp ở 15 tỉnh, thành theo quy mô hoạt động và trải đều cho các ngành kinh tế như nông nghiệp, công nghiệp chế tạo, bán buôn và bán lẻ, các dịch vụ khác.

Xu hướng số hóa có tác động sâu rộng và đa chiều đến kinh tế thế giới, cũng như sự phát triển của mỗi quốc gia. Cuộc tranh công nghệ trở thành mặt trận quyết định và việc làm chủ công nghệ mới là nhân tố chủ chốt để tránh sự phụ thuộc vào bất kỳ một quốc gia nào. Trong thời kỳ bùng nổ của CMCN 4.0, quá trình đổi mới sáng tạo, tri thức, nhân lực là những động lực chính để thúc đẩy phát triển kinh tế-xã hội và dẫn dắt quốc gia vào một kỷ nguyên số của nhân loại. Sự cộng hưởng trong quá trình chuyển đổi số của nhiều lĩnh vực khác nhau đã dẫn đến sự bùng nổ của nhiều mô hình, giao thức kinh doanh mới, và hình thành các phương thức sản xuất và quan hệ sản xuất mới. Và trong giai đoạn hiện nay có thể được xem là tâm điểm của quá trình hội tụ công nghệ đó. Trên nền tảng kinh tế chia sẻ, sự hội tụ và cộng hưởng này sẽ càng lan toả mạnh và thúc đẩy quá trình chuyển đổi số diễn ra nhanh chóng. Bởi lẽ, nó sẽ là một xu hướng mà doanh nghiệp, công chúng và các Chính phủ không thể đứng ngoài.

Tuy nhiên, một vấn đề đặt ra là các quy định pháp luật vẫn chưa bắt kịp sự thay đổi nhanh chóng của những mô hình kinh doanh trong nền kinh tế số. Việc này dẫn đến sự “lúng túng” và “đuối sức” đối với công tác quản lý Nhà nước. Hàng loạt các vấn đề mới sẽ nảy sinh, từ những yếu tố vi mô như hành vi người tiêu dùng, trải nghiệm khách hàng, quản lý con người, cho đến các vấn đề vĩ mô như chính sách tài khoá, tiền tệ và điều tiết một nền kinh tế số sẽ làm các chính phủ phải thích ứng. Những câu chuyện liên quan đến

quản lý và truy thu thuế của các cá nhân kinh doanh trên mạng, cụ thể là mạng xã hội Facebook là bằng chứng điển hình nhất, hoặc là mối quan hệ lợi ích giữa người dùng và đơn vị cung cấp dịch vụ trực tuyến như Google, Apple, Youtube. Dường như những nỗ lực của các cơ quan quản lý nhà nước vẫn chưa đem lại hiệu quả cao.

## **1.2. Tác động của thương chiến Mỹ - Trung**

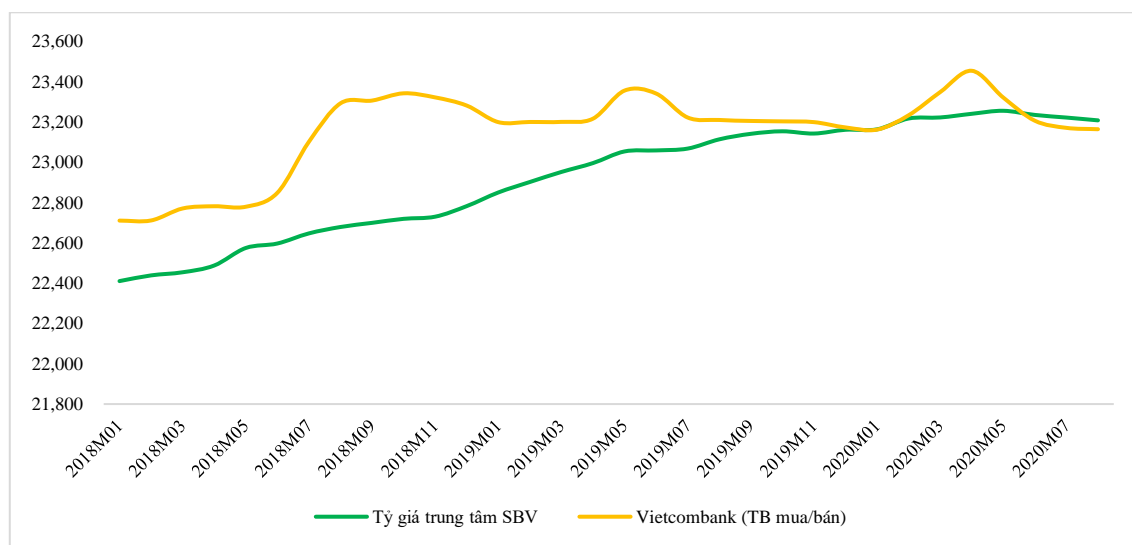
Những cuộc điều tra ban đầu từ Mỹ kết luận Trung Quốc đã sử dụng những biện pháp trợ cấp phi thị trường, thiếu minh bạch cho nhóm ngành công nghiệp. Cơ quan đại diện Thương mại Mỹ (USTR) cũng chỉ ra hành động chiếm dụng trái phép tài sản trí tuệ và thiết lập các điều khoản kinh tế buộc Mỹ phải chuyển giao công nghệ cho Trung Quốc. Các bất cập này được Mỹ lấy làm lý do để đưa ra những biện pháp trừng phạt với Trung Quốc, từ đó khởi xướng thành một cuộc chiến tranh thương mại song phương có sức ảnh hưởng toàn thế giới.

Quan sát tỷ giá giữa VND và USD trong giai đoạn 2018-2020 (Hình 4) có thể thấy tỷ giá trung tâm của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV) đã có sự điều chỉnh tăng từng bước, cụ thể giai đoạn trước khi thương chiến leo thang (từ tháng 01/2018 đến tháng 06/2018) tỷ giá trung tâm đã tăng lên khoảng 0,8%, điều này có thể hàm ý rằng SBV đã có sự chuẩn bị và hành động trước nhằm đối phó với tác động của thương chiến gây ra. Riêng trong năm 2018 tỷ giá đã tăng 1,7% so với đầu năm và tương ứng cho năm 2019 là 1,4%, kết quả này đáp ứng mục tiêu không tăng quá 3% do Chính phủ đưa ra. Tỷ giá USD/VND không có biến động quá lớn trong năm 2020. Tỷ giá trung tâm SBV hiện tại tăng khoảng 0,19% so với thời điểm tháng 01/2020. Khi xét đến tỷ giá tại ngân hàng Vietcombank tỷ lệ mất giá giữa VND và USD rơi vào khoảng 0,01%.

Trong khi đó, tỷ giá giao dịch trên thị trường ngân hàng trong đã cho thấy mức độ phản ứng của thị trường trước những cú sốc, đặc biệt là trong thương chiến Mỹ-Trung, cụ thể từ tháng 06/2018 đến tháng 08/2018, tỷ giá giao dịch trên thị trường ngân hàng đã nhảy vọt lên gần 2%. Trong giai đoạn đình chiến từ tháng 12/2018 đến tháng 04/2019, tỷ giá giao dịch ở ngân hàng duy trì ở mức trung bình là 23.268 USD/VND. Tuy nhiên, thời điểm tháng 05/2019 và 06/2019 là khi Mỹ áp thuế từ 10% lên 25% cho 200 tỷ USD hàng hóa nhập khẩu trước đó từ Trung Quốc và Trung Quốc đáp trả lên 60 tỷ USD đã tiếp tục cho thấy phản ứng của tỷ giá giao dịch ở ngân hàng với mức tăng 0,6% trong 2 tháng.



**Hình 4. Tỷ giá USD/VND, T1.2018 - T9.2020**



Nguồn: Nguyễn Khắc Quốc Bảo và Nguyễn Đông Phong (2021), dữ liệu trích xuất từ IMF và Vietcombank.

Những bất ổn trước đây cộng hưởng với tác động của khủng hoảng Covid-19 đã gây ra sự đứt gãy chuỗi giá trị toàn cầu, sự thoái trào của toàn cầu hóa, cũng như sự quay đầu của dòng vốn quốc tế. Các vấn đề này đã đặt ra thách thức lớn cho SBV trong việc điều hành tỷ giá hối đoái. Tại Việt Nam, với cơ chế vận hành tỷ giá thả nổi có quản lý, SBV đã giữ vững lập trường và có những hành động phản ứng hợp lý trên cơ sở xem xét những yếu tố tác động bên ngoài và tín hiệu của thị trường, đồng thời không sử dụng biện pháp phá giá để gia tăng xuất khẩu. Những phản ứng này giúp ổn định được niềm tin của các doanh nghiệp, nhà đầu tư cũng như tâm lý và kỳ vọng lạm phát trong nền kinh tế. SBV đã can thiệp và cho phép đồng nội tệ giảm giá dần dần và tạo ra cơ chế điều chỉnh tỷ giá linh hoạt hơn. Bên cạnh đó, để tránh gây bất ổn trong thị trường tài chính khi tiến hành điều chỉnh lãi suất, việc sử dụng dự trữ ngoại tệ để can thiệp vào tỷ giá được xem là một chính sách dung hòa trong thời điểm này. Lượng dự trữ ngoại tệ của Việt Nam đã tăng liên tục trong thời gian và chạm ngưỡng gần 100 tỷ USD trong năm 2020.

Một tác động khác của thương chiến là sự chuyển dịch thương mại mạnh mẽ giữa Mỹ với Trung Quốc và Việt Nam kể từ khi bùng nổ năm 2018 và đại dịch năm 2020. Số liệu từ FRED cho thấy giá trị cao nhất của Việt Nam là 310,1 vào tháng 08/2020, cùng thời điểm này Trung Quốc đạt 105,8. Cần phải lưu ý, kết quả từ này có thể khiến Mỹ đưa ra nghi vấn liệu Việt Nam có phải là nơi trung gian thương mại (transshipment) của các nước đang bị Mỹ trừng phạt. Do đó cần phải cảnh giác hiện tượng hàng hoá Trung Quốc “mượn đường” Việt Nam, dán nhãn “Made in Vietnam” sau đó xuất qua Mỹ để tránh mức thuế quan cao.

### 1.3. Mỹ cáo buộc Việt Nam là quốc gia thao túng tiền tệ

Việc dán nhãn chỉ định Việt Nam là quốc gia thao túng tiền tệ là hành động đơn phương của Mỹ, dựa trên ba tiêu chí ban hành vào năm 2015: (i) Thặng dư thương mại hàng hóa song phương với Mỹ đạt ít nhất 20 tỷ USD; (ii) Thặng dư cán cân vãng lai tương đương ít nhất 2% GDP; và (iii) Mua ròng ngoại tệ trong ít nhất 6 tháng trong khoảng thời gian 12 tháng với tổng lượng ngoại tệ mua ròng trong 12 tháng tương đương ít nhất 2% GDP. Tuy nhiên, những tiêu chí này là cứng nhắc, áp đặt và hoàn toàn không có cơ sở kinh tế, vì việc sử dụng ngoại hối để duy trì tỷ giá là nhằm ổn định lạm phát và ổn định nền kinh tế, duy trì chính sách tiền tệ độc lập, không vì bất kỳ một mối quan hệ thương mại song phương nào.

Diễn biến tỷ giá USD/VND đã cho thấy tỷ giá trung tâm được SBV điều chỉnh từng bước dựa trên những phản ứng từ thị trường thế giới và trong nước. SBV sử dụng chính sách tỷ giá thả nổi có quản lý và vẫn giữ vững lập trường này trong nhiều năm qua, đồng thời không chủ động thực thi chính sách phá giá đồng tiền để tạo lợi thế cạnh tranh không công bằng. Dựa trên mô hình tỷ giá hối đoái hiệu dụng thực, IMF ghi nhận VND đang bị định giá cao đến 15,2%, nghĩa là chính sách tỷ giá mà SBV đang vận hành không hề có tình phá giá như cáo buộc của Mỹ. Hiện nay, với lãi suất thấp kỷ lục do các đợt điều chỉnh để giảm đau nền kinh tế từ Fed, có lẽ Mỹ mới là quốc gia đang hạ giá trị đồng tiền của mình. Đồng thời, mức lạm phát của Việt Nam cao hơn nhiều so với Mỹ, do đó tỷ giá hối đoái thực tế sau khi trừ đi lạm phát vẫn ở mức ổn định kể từ năm 2016, thậm chí là bị định giá cao, hoàn toàn phù hợp với nhận định của IMF.

Công bằng mà nói, dự trữ ngoại hối của Việt Nam ở mức khoảng 29% GDP vẫn thấp hơn so với các nước láng giềng như Malaysia và Thái Lan và hoàn toàn phù hợp với thông lệ quốc tế. IMF đã khuyến nghị các quốc gia nên có mức dự trữ ngoại hối từ mức từ 3 đến 6 tháng nhập khẩu để đảm bảo cán cân thanh toán được ổn định. Việt Nam với mức khoảng 100 tỷ USD trong năm 2020 vẫn thuộc phạm vi khuyến nghị của IMF. Dự trữ ngoại hối là cần thiết để đảm bảo an ninh tài chính tiền tệ quốc gia, ổn định tỷ giá hối đoái và thu hút đầu tư nước ngoài. Bên cạnh đó, thặng dư thương mại của Việt Nam là kết quả của sự chuyển dịch sản xuất trong hàng hóa xuất khẩu, không hoàn toàn đến từ sự thay đổi chính sách của SBV.

Việc bị cáo buộc là quốc gia thao túng tiền tệ có thể khiến Việt Nam đối mặt với những lệnh trừng phạt. Kịch bản có thể xảy ra là việc Mỹ, cụ thể hơn là USTR đơn phương áp thuế trừng phạt cho một số mặt hàng nhập khẩu từ Việt Nam khi cho rằng có sự trợ cấp, gian lận thương mại, và không chứng minh được nguồn gốc xuất xứ. Với một nền kinh tế với độ mở hơn 200% GDP như Việt Nam, hành động áp thuế của Mỹ sẽ dẫn đến những bất lợi trong xuất khẩu, đặc biệt khi Mỹ là đối tác xuất khẩu lớn nhất với kim ngạch 76,4 tỷ USD (GSO, 2020), chiếm 27,1% trong tổng kim ngạch xuất khẩu năm 2020.

Quan trọng hơn, với xu hướng chuyển dịch cơ sở sản xuất từ Trung Quốc vào Việt Nam, cũng như sự gia tăng dòng vốn FDI, đặc biệt là các công ty có xuất xứ từ Mỹ. Nếu hành động áp thuế được thực thi thì Mỹ đang vô tình “gián đôn” vào các đồng minh của chính họ, cản trở hoạt động đầu tư của những công ty này tại Việt Nam. Tuy nhiên, quá trình áp thuế cần phải có lộ trình và phụ thuộc vào kết quả của các vòng đàm phán song phương trong thời gian tới. Trong bối cảnh hiện nay, vấn đề an ninh tài chính tiền tệ quốc gia được quan tâm hàng đầu, nội dung này sẽ được trình bày ở phần tiếp theo.

## **2. Các vấn đề đặt ra đối với an ninh kinh tế của Việt Nam**

Với nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa trong bối cảnh hội nhập quốc tế, công tác bảo đảm an ninh kinh tế luôn được Đảng và Nhà nước ở Việt Nam quan tâm hàng đầu. Đây là một trong những điều kiện tiên quyết để tạo lập một môi trường kinh tế thuận lợi, an toàn, độc lập và tự chủ, góp phần thúc đẩy nền kinh tế phát triển nhanh và bền vững. Tuy nhiên, trong bối cảnh thế giới đầy bất định với những diễn biến phức tạp và khó lường, cùng với những thảm họa toàn cầu như Covid-19 càng khiến mỗi quốc gia phải thận trọng hơn, đặc biệt là trong kỷ nguyên số. Trong bối cảnh đó, chúng tôi xin khái quát một số vấn đề có tính xu hướng và liên quan trực tiếp đến an ninh kinh tế cần được thảo luận và nghiên cứu sâu.

### **2.1. Dùng kinh tế để chuyển hóa chính trị**

Một trong những thách thức đặt ra hiện nay khi hội nhập quốc tế đó là xuất hiện sự chống phá của các thế lực thù địch nhằm gây bất ổn cho nền kinh tế vĩ mô. Bên cạnh những lợi ích có được, nếu Việt Nam không thận trọng sẽ dẫn đến việc quá phụ thuộc vào ngoại lực bên ngoài, điển hình như trường hợp các quốc gia đang phụ thuộc vào chuỗi cung ứng từ “công xưởng của thế giới” Trung Quốc hay việc thu hút quá nhiều dòng vốn FDI có thể làm giảm tính tự chủ và nội lực của nền kinh tế. Quan trọng hơn, thách thức lớn nhất mà lực lượng an ninh và các nhà hoạch định chính sách phải cảnh giác là âm mưu “*dùng kinh tế để chuyển hóa chính trị*” từ hợp tác quốc tế, việc này một phần đến từ sự lệ thuộc quá nhiều vào ngoại lực bên ngoài và sự suy yếu nội lực quốc gia.

Vấn đề này có tính quan trọng hàng đầu và bao quát cao. Khi mà mức độ chống chịu của nền kinh tế Việt Nam vẫn còn những hạn chế nhất định, áp lực cạnh tranh quốc tế càng lớn, thậm chí là phải cạnh tranh ngay trên chính sân nhà do quá trình hợp tác quốc tế ở giai đoạn vừa qua. Covid-19 là chất xúc tác làm trầm trọng hơn những nguy cơ tiềm ẩn này. Các xu hướng mà chúng tôi đã trình bày cho thấy sự cộng hưởng từ Covid-19 và các phản ứng chính sách đã làm cho các nền kinh tế đang “ngập” trong tiền, khả năng thâm hụt nợ công cao, xảy ra sự đứt gãy các chuỗi cung ứng, sự quay đầu của dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài và xu hướng kích cầu nội địa nhiều hơn, quá trình toàn cầu

hóa trở nên thoái trào nhanh hơn và một trật tự thế giới mới sẽ xuất hiện.

Sự bất định rất rõ nét, tâm lý hoang mang, lo sợ đã làm cho hoạt động đầu tư, sản xuất trì trệ, tiêu dùng nội địa sụt giảm đáng kể, đặc biệt là với các nhóm đối tượng dễ bị tổn thương thuộc khu vực phi chính thức, các chủ thể yếu thế, các doanh nghiệp vừa và nhỏ, các doanh nghiệp thuộc ngành nghề du lịch, vận tải, bán lẻ, dịch vụ lưu trú, ăn uống, y tế, giáo dục, v.v. Hệ miễn dịch của các nền kinh tế đã suy giảm mạnh sau những làn sóng dịch bệnh, đồng thời dư địa trong chính sách của Chính phủ cũng sụt giảm và khả năng chống chịu trong dài hạn sẽ trở nên khó khăn hơn. Do đó, đây cũng chính là lúc các thể lực thù địch có thể lợi dụng để thực hiện những hành vi gây mất an toàn đối với nền kinh tế vĩ mô cũng như sử dụng sức mạnh kinh tế để chi phối chính trị.

## **2.2. An ninh tài chính, tiền tệ quốc gia**

Khi xét đến hệ thống tài chính, tiền tệ quốc gia trong quá trình hội nhập toàn cầu và tự do hóa kinh tế - tài chính mạnh mẽ hiện nay. Có thể thấy, những bất ổn kinh tế và chính trị thế giới đang đe dọa đến mức độ an toàn của hệ thống tài chính, tiềm ẩn rủi ro đến từ việc thâm hụt ngân sách, nợ công, nợ nước ngoài đang gia tăng, sự trỗi dậy của chủ nghĩa bảo hộ được sử dụng để giải quyết thâm hụt thương mại, sự đảo chiều của các dòng vốn quốc tế có thể xảy ra bất cứ lúc nào như trường hợp chiến tranh thương mại Mỹ-Trung hay đại dịch Covid-19.

Hơn nữa, trong giai đoạn ứng phó Covid-19, các nước đồng loạt hạ lãi suất điều hành nhằm giảm đau cho nền kinh tế, sẽ dẫn đến lượng cung tiền tăng nhanh khi tình hình Covid-19 được kiểm soát. Ngoài ra, để đảm bảo cho cuộc sống của người dân được duy trì tối thiểu và không gây ra sự đổ vỡ hệ thống, Chính phủ các nước đã tung ra các gói giảm đau kinh tế rất khổng lồ, trị giá gần 26.000 tỷ USD (ADB, 2021). Áp lực giải ngân đang đặt các ngân hàng thương mại vào tình thế tiến thoái lưỡng nan, việc giải ngân ồ ạt có thể dẫn đến nợ xấu tăng nhanh, tỷ lệ an toàn vốn bị sụt giảm, và nếu xảy ra trong một quốc gia có hệ thống tài chính yếu kém sẽ dẫn đến sự đổ vỡ toàn hệ thống. Như vậy, những hành động nêu trên có thể dẫn đến sự tăng vọt của rủi ro tài chính ở quy mô toàn cầu, và nếu những dòng vốn không được truyền dẫn đúng chỗ, sử dụng sai mục đích, sẽ dẫn đến nguy cơ bong bóng tài sản, và thị trường bất động sản là một ví dụ điển hình.

Hội nhập quốc tế còn gây sức ép rất lớn lên chính sách điều hành tỷ giá của Việt Nam trong thời gian qua, điển hình là khi cuộc chiến tranh thương mại Mỹ-Trung nổ ra vào những tháng đầu năm 2018. Kết hợp với sự dịch chuyển tự do của dòng vốn quốc tế, việc ổn định tỷ giá hối đoái và duy trì chính sách tiền tệ độc lập trở nên khó khăn hơn bao giờ hết, đặc biệt là khi một số quốc gia như Mỹ đang giải quyết thâm hụt thương mại bằng chủ nghĩa bảo hộ với những tiêu chí mang tính áp đặt và phá vỡ các thông lệ quốc tế. Đây

cũng là lý do tại sao Việt Nam bị dán nhãn thao túng tiền tệ vào ngày 16/12/2020. Tiếp đến, môi trường thể chế và pháp lý của Việt Nam vẫn chưa chặt chẽ, đồng bộ, và chưa theo kịp sự phát triển của thị trường cũng như những mô hình kinh doanh mới. Vẫn còn đó tình trạng các doanh nghiệp FDI thực hiện hành vi chuyển giá, trốn thuế, gian lận thương mại, các hành vi thao túng thị trường chứng khoán từ các doanh nghiệp.

### **2.3. An ninh mạng là vấn đề toàn cầu**

Hội nhập quốc tế trong bối cảnh bùng nổ CMCN 4.0 là một xu hướng toàn cầu chủ yếu hiện nay. Những đột phá công nghệ từ cuộc cách CMCN 4.0 sẽ khiến cách sống của người dân, cách thức hoạt động của doanh nghiệp và cách quản lý của Chính phủ cũng phải khác đi. Nếu một trong những chủ thể này không bắt kịp thì nguy cơ tụt hậu dẫn đến bị đào thải là hoàn toàn có thể xảy ra, một quy luật thị trường tất yếu. Đối với các nước đang phát triển, tính cạnh tranh về vốn, công nghệ, lao động kém lợi thế hơn so với những nước phát triển.

Tuy nhiên, các nước đang phát triển có thể tận dụng quá trình hội nhập quốc tế để tiếp cận và rút ngắn khoảng cách với vốn vào công nghệ với những nền kinh tế phát triển, bằng cách mở cửa thị trường, thu hút dòng vốn FDI có chuyển giao công nghệ, tăng cường nguồn nhân lực chất lượng cao, cải cách thể chế và tạo môi trường pháp lý thuận lợi. Bên cạnh những lợi ích to lớn đạt được thì vẫn tồn tại rất nhiều thách thức, đặc biệt là trước sự bùng nổ CMCN 4.0 song song hội nhập quốc tế.

Không gian mạng được xem như là một vùng lãnh thổ riêng biệt của mỗi quốc gia với đặc tính kết nối toàn cầu, tuy nhiên việc bảo vệ biên giới ở vùng lãnh thổ này không phải là câu chuyện đơn giản đối với Chính phủ các nước. Đây là một trong những ưu tiên hàng đầu cần những hành động cụ thể. Việt Nam đã thấy được mối nguy hại tiềm tàng từ không gian mạng, khi mà các cuộc tấn công mạng diễn ra trong tích tắc và ảnh hưởng nghiêm trọng đến an ninh quốc gia, trật tự, an toàn xã hội. Đó cũng là lý do tại sao Luật An ninh mạng được Việt Nam ban hành vào ngày 12/6/2018.

Theo thống kê của hãng bảo mật Kaspersky, trong 6 tháng đầu năm 2020, Việt Nam là một trong những nước bị tấn công mạng nhiều nhất Đông Nam Á. Báo cáo của Vina Aspire trong quý IV/2020 cũng cho thấy Việt Nam đứng thứ 7 thế giới về các vụ tấn công mạng và có chỉ số kém an toàn nhất Đông Nam Á, đây thật sự một lỗ hổng rất lớn trong lĩnh vực bảo đảm an ninh mạng, an toàn thông tin. Trung tâm Giám sát an toàn không gian mạng quốc gia (NCSC) trong 10 tháng đầu năm 2020 đã ghi nhận, cảnh báo và hướng dẫn xử lý 4.161 sự cố tấn công mạng vào các hệ thống thông tin tại Việt Nam.

Đảm bảo an ninh mạng là mục tiêu then chốt hiện nay, đòi hỏi sự đồng lòng của người dùng, doanh nghiệp, tổ chức, và các quốc gia trên toàn cầu. Đại Hội đồng Liên minh Nghị viện Thế giới lần thứ 132 (IPU-132) ngày 1/4/2015 đã thống nhất Nghị quyết về “Chiến

tranh mạng: mỗi đe dọa nghiêm trọng đến hòa bình và an ninh toàn cầu”. Đại Hội đồng Liên Hiệp Quốc (UNGA) vào tháng 9/2019 cũng đã chứng kiến việc ký kết thỏa thuận ngăn chặn lan truyền tin giả trực tuyến của 20 quốc gia. Những hành động này đã cho thấy sự nhất quán giữa các quốc gia và xem an ninh mạng là một vấn đề của quốc tế.

#### **2.4. Các thách thức của nền kinh tế số**

***Các quy định pháp luật vẫn chưa chặt chẽ, đồng bộ và vẫn chưa theo kịp sự phát triển của các mô hình kinh doanh trong nền kinh tế số hiện nay.*** Một minh chứng điển hình đó là sự “đuối sức” và “lúng túng” của các cơ quan quản lý về thu thuế, quản lý hình thức kinh doanh qua mạng, kinh doanh xuyên biên giới, và các mô hình đổi mới sáng tạo. Quyền lợi của người tiêu dùng trong nền kinh tế số cũng là một thách thức lớn đối với Chính phủ. Rất khó khăn để có thể giải quyết những vấn đề tranh chấp, xung đột lợi ích giữa người mua, người bán, và các chủ thể trung gian của các mô hình kinh doanh phi truyền thống này.

Nếu một quốc gia không có những quy định chặt chẽ, không thực thi vai trò kiến tạo cho những hình thức kinh doanh trong nền kinh tế số thì việc chuyển dịch đến một quốc gia khác an toàn hơn có lẽ là hiển nhiên. Vấn đề này cần phải có sự đồng bộ và hợp tác chặt chẽ giữa các chủ thể tham gia trong nền kinh tế số và sự nhất quán trong chính sách quản lý chung của các nước, tránh tạo những lợi thế không công bằng giữa các quốc gia, giữa các doanh nghiệp truyền thống và phi truyền thống.

***Thách thức tiếp theo là sự thiếu hụt nguồn nhân lực chất lượng cao*** trong lĩnh vực công nghệ thông tin, đặc biệt là liên quan đến an ninh mạng, trí tuệ nhân tạo (AI), máy học (machine learning) và Internet vạn vật (IoT). Việc bổ sung kịp thời đội ngũ nhân lực này là nhân tố quyết định để bắt kịp sự phát triển của nền kinh tế số trước sự bùng nổ vũ bão của CMCN 4.0.

***Hạ tầng viễn thông vẫn còn hạn chế.*** Một trong những nguyên liệu quan trọng của nền kinh tế số đó chính là dữ liệu và cách truyền tải dữ liệu. Việc thu thập và sử dụng dữ liệu hiện nay chưa được quy định rõ ràng, dẫn đến tình trạng người dùng bị đánh cắp thông tin mà ngay bản thân họ cũng không hề hay biết. Hàm ý đằng sau vấn đề này là liệu người dùng có đang bị giám sát bởi các tổ chức có hành vi thu thập thông tin bất hợp pháp và bán thông tin cho bên thứ ba nhằm mục đích kiếm lợi nhuận. Đây cũng là một nội dung mà khái niệm chủ nghĩa tư bản giám sát có nhắc đến, thay vì tạo “thặng dư sản xuất” thì mục đích của các tổ chức này là tạo ra “thặng dư hành vi”.

Điều này cũng nói lên thực trạng hạ tầng viễn thông hay cụ thể hơn là hệ thống dữ liệu ở Việt Nam vẫn chưa tập trung, chưa có sự kết nối đồng bộ, thậm chí mức độ chính xác của dữ liệu chưa được kiểm chứng. Một hệ thống toàn diện về cơ sở dữ liệu chung

có lẽ là cần thiết lúc này. Nền kinh tế số sẽ trở nên rất hiệu quả khi có nguyên liệu đầu vào tốt, và nguyên liệu đó chính là dữ liệu và các quy định pháp luật của Chính phủ. Nguồn dữ liệu phải là nguồn bất kỳ ai cũng có tiếp cận, việc này sẽ giúp các doanh nghiệp trong nước, đặc biệt là các doanh nghiệp kinh doanh truyền thống có thể cạnh tranh sòng phẳng với những mô hình kinh doanh xuyên biên giới từ quốc gia khác. Một ví dụ đó là liệu chẳng nên có sự đồng bộ thông tin giữa hệ thống ngân hàng và cơ quan chức năng trong việc xác minh danh tính người dùng, khi họ có nhu cầu sử dụng dịch vụ ngân hàng.

**Những nguy hại tiềm tàng từ không gian mạng.** Vấn đề an ninh mạng, an toàn thông tin là cực kỳ quan trọng trong một nền kinh tế số, thông tin người dùng có thể bị đánh cắp để phục vụ những động cơ phạm pháp, thậm chí các hacker có thể can thiệp vào quyền kiểm soát của các chủ thể tham gia nền kinh tế số, Chính phủ cũng không phải là ngoại lệ. Như đã trình bày, an ninh mạng là một vấn đề toàn cầu, vấn đề này không chỉ riêng biệt cho từng cá nhân, doanh nghiệp, Chính phủ trong nền kinh tế số mà đòi hỏi trách nhiệm chung của toàn thể các chủ thể. Đảm bảo tốt an ninh mạng, an toàn thông tin cũng chính là đảm bảo lợi ích của mọi người và lợi ích của quốc gia.

**Sự cạnh tranh không bình đẳng.** Khi mà các định chế tài chính đang tuân thủ những quy định pháp luật hiện hành để đảm bảo an ninh tài chính, tiền tệ thì hành lang pháp lý cho các mô hình mới trong nền kinh tế số mới như các công ty Fintech lại chưa rõ ràng. Những công ty này cung các sản phẩm, dịch vụ tài chính như cho vay ngang hàng (P2P), huy động vốn từ cộng đồng, và các sản phẩm từ công nghệ tài chính, v.v. Những hình thái này nếu không được quy định chặt chẽ sẽ dẫn đến sự cạnh tranh không công bằng trên thị trường.

**Quản lý tiền điện tử.** Tiền điện tử trong thời kỳ CMCN 4.0 đã trở nên phổ biến và được sử dụng như là một phương tiện thanh toán trong đời sống ở một số quốc gia. Một trong những hình thức phổ biến tại Việt Nam đó là thẻ trả trước hay ví điện tử. Tuy nhiên, chưa có một quy định rõ ràng nào về tiền điện tử ở Việt Nam. Sẽ cần luật hóa cụ thể hơn khái niệm tiền điện tử cũng như quy định về cách thức vận hành, sử dụng hình thức tiền tệ này. Chúng ta cần có hành lang pháp lý chặt chẽ và tận dụng thế mạnh từ công nghệ.

Một khái niệm khác đó là tiền kỹ thuật số, còn có tên gọi là tiền mã hóa, tiền ảo. Tại Việt Nam, đồng tiền này không được xem là một phương tiện thanh toán, tuy nhiên cũng cần phải có sự chuẩn bị trước cho một tương lai xa hơn khi mà NHTW Nhật (BOJ) đang lên kế hoạch thử nghiệm đồng tiền kỹ thuật số phát hành bởi chính họ (Central Bank Digital Currency - CBDC) vào đầu năm tài khóa 2021. Thời điểm này chưa phải phù hợp với Việt Nam nhưng chúng ta có thể ứng dụng các công nghệ từ tiền kỹ thuật số. Một ví dụ đó là công nghệ blockchain, ứng dụng được công nghệ này sẽ giúp hệ thống tài chính an toàn, bảo mật, minh bạch hơn, đây là một nền tảng quan trọng trong kỷ nguyên số.

Ngay lúc này, cần phải làm rõ các khái niệm về tiền điện tử, tiền kỹ thuật số, CBDC để bắt kịp với xu hướng phát triển của nền kinh tế số.

**Những vấn đề khác về an ninh mạng.** Không gian mạng đã và đang mang lại những lợi ích nhất định trong việc số hóa nền kinh tế. Bên cạnh những thách thức mà chúng tôi đã trình bày thì không gian mạng vẫn tiềm tàng những nguy hại khác đến an ninh quốc gia, một khi bất ổn an ninh xảy ra thì những ảnh hưởng đến kinh tế, xã hội là điều tất yếu.

Đầu tiên, các thế lực thù địch có thể lợi dụng không gian mạng để tuyên truyền, xuyên tạc, chống phá chế độ, kích động biểu tình, gây mất an ninh, trật tự xã hội. Ví dụ về trường hợp tổ chức khủng bố “Triều đại Việt” có trụ sở tại Canada đã minh chứng cho thấy nguy hại từ không gian mạng, khi mà các hoạt động hầu hết được tuyên truyền và giao tiếp trên mạng. Đặc biệt, một số thế lực còn lợi dụng tình hình khó khăn do đại dịch gây ra để bịa đặt các thông tin của Chính phủ trong công tác chống dịch, kích động đình công, chia rẽ quan hệ giữa Việt Nam và nước ngoài.

Nguy hiểm hơn, các hacker còn trực tiếp tấn công vào các tập đoàn kinh tế lớn, các định chế tài chính, cơ quan quản lý Nhà nước để chiếm đoạt thông tin, tài liệu bí mật và phát tán chúng. Hình thức phổ biến nhất là phát tán mã độc đến các máy tính của người dùng bằng cách giả mạo các thư điện tử. Ngoài ra, còn có các thủ đoạn mạo danh cơ quan chức năng yêu cầu cung cấp thông tin và từ đó chiếm đoạt tài sản.

Không gian mạng cũng là nơi các tổ chức cá cược trực tuyến, đánh bạc lợi dụng để hoạt động phi pháp và có tính chất xuyên quốc gia với giá trị hàng triệu đôla mỗi ngày. Các hoạt động trá hình trên internet hiện nay rất phức tạp, phục vụ cho nhiều mục đích khác nhau như tín dụng đen, trốn thuế, rửa tiền, tài trợ cho tổ chức khủng bố, lừa đảo trong lĩnh vực tài chính-ngân hàng-chứng khoán, v.v. Việc này dẫn đến một thực tế tội phạm sử dụng công nghệ cao ngày càng gia tăng, từ trong nước lẫn quốc tế đều có thể thực hiện hành vi phạm tội, chỉ cần họ kết nối được internet. Toàn bộ các nguy hại đã nêu ra thật sự là những thách thức lớn cho lực lượng chức năng để đảm bảo an ninh quốc gia nói chung, và an ninh kinh tế nói riêng.

### **3. Các đề xuất chính sách và kết luận**

#### **3.1. Điềm lại một số vấn đề trọng tâm**

Qua đánh giá, phân tích các xu hướng toàn cầu trong bối cảnh hội nhập quốc tế và sự bùng nổ của làn sóng CMCN4.0, kết hợp với các vấn đề nội tại của nền kinh tế Việt Nam, chúng tôi đúc kết lại thành mười nội dung cốt lõi cần tập trung nghiên cứu, thảo luận và tìm kiếm giải pháp liên quan đến an ninh kinh tế quốc gia như sau:



- (1). Hội nhập quốc tế và CMCN 4.0 là hai xu hướng chủ đạo của kỷ nguyên mới, đóng vai trò trụ cột trong phát triển kinh tế - xã hội của mỗi quốc gia.
- (2). Covid-19 khiến các bất ổn toàn cầu trước đây trở nên nghiêm trọng hơn, gây ra những thách thức tiềm tàng và hậu quả có thể dẫn đến sự đổ vỡ trong mối quan hệ kinh tế lẫn chính trị.
- (3). Vai trò của luật pháp quốc tế và các thiết chế đa phương đang dần suy yếu, chủ nghĩa đơn phương trỗi dậy.
- (4). Các vấn đề an ninh phi truyền thống đang được báo động, đặc biệt là trong bối cảnh thế giới phải đối mặt với nhiều bất ổn và sự tàn phá của đại dịch.
- (5). Xu hướng số hóa có tác động sâu rộng và đa chiều đến các nền kinh tế toàn cầu, cạnh tranh công nghệ trở thành mặt trận quyết định.
- (6). Thương chiến Mỹ-Trung đã mang lại những lợi ích nhất định cho Việt Nam, ít nhất là trong ngắn hạn. Tuy nhiên, cũng đặt ra nhiều thách thức cho Việt Nam trong tình hình mới.
- (7). Việt Nam không thao túng tiền tệ như cáo buộc của Mỹ. Mỹ có lẽ đã phạm sai lầm ngoại giao khi cho rằng Việt Nam là một bằng chứng cho những vấn đề rộng hơn của khái niệm thao túng tiền tệ.
- (8). Để ổn định nền kinh tế vĩ mô, việc đảm bảo an ninh kinh tế và an ninh mạng trong xu hướng hội nhập quốc tế và sự bùng nổ của CMCN 4.0 là vô cùng quan trọng, đây là một vấn đề mang tính toàn cầu. Vì vậy, các giải pháp cũng phải mang tính toàn cầu.
- (9). An ninh quốc gia, an ninh kinh tế bị ảnh hưởng nghiêm trọng từ những nguy hại tiềm tàng trong không gian mạng, một vùng lãnh thổ kiểu mới.
- (10). Các quy định pháp luật vẫn chưa chặt chẽ, đồng bộ và chưa theo kịp sự phát triển của các mô hình kinh doanh trong nền kinh tế số; Tạo ra rủi ro cũng như động cơ cho tội phạm kinh tế số.

### **3.2. Một số đề xuất chính sách về an ninh kinh tế Việt Nam**

Qua các phân tích tổng quan vừa nêu chúng ta có thể nhận thấy an ninh kinh tế là một vấn đề rộng, phức tạp, gồm nhiều nội dung, liên quan đến rất nhiều các lĩnh vực khác nhau. Vì vậy, vấn đề đảm bảo an ninh kinh tế cho Việt Nam trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế và làn sóng CMCN4.0 đòi hỏi phải có nhiều nghiên cứu công phu, từ nhiều khía cạnh khác nhau của nền kinh tế để đi đến các giải pháp toàn diện và triệt để. Tuy nhiên, trong khuôn khổ một bài tham luận, nhóm nghiên cứu chúng tôi cũng mạnh dạn

đưa ra một số gợi ý, đề xuất về chính sách để tạo tiền đề cho các nghiên cứu và thảo luận tiếp theo.

### **3.2.1. Chủ trương của Đảng và các chính sách về an ninh kinh tế**

Việc ban hành Chỉ thị số 12-CT/TW ngày 05/01/2017 của Bộ Chính trị về “*Tăng cường sự lãnh đạo của Đảng đối với công tác đảm bảo an ninh kinh tế trong điều kiện phát triển kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa và hội nhập quốc tế*” đã cho thấy sự quan tâm của Đảng đối với an ninh kinh tế trong bối cảnh hội nhập quốc tế sâu rộng và kỷ nguyên của nền kinh tế số. Ngay sau đó, Nghị quyết số 88/NQ-CP ngày 13/9/2017 của Chính phủ về Chương trình hành động của Chính phủ thực hiện Chỉ thị số 12-CT/TW đã được ban hành. Công tác đảm bảo an ninh kinh tế trong giai đoạn vừa qua cũng đã cho thấy những chuyển biến rất tích cực. Các cấp, các ngành đã nhận thức được ý nghĩa và tầm quan trọng của nhiệm vụ đảm bảo an ninh kinh tế trong bối cảnh hiện nay. Dưới sự lãnh đạo của Đảng và điều hành của Chính phủ, an ninh kinh tế là nhiệm vụ của toàn bộ các cấp, ngành và cả hệ thống chính trị.

Đảng và Nhà nước cũng đã có những chủ trương, chính sách khuyến khích thúc đẩy ứng dụng nền tảng số để phát triển kinh tế - xã hội trước sự bùng nổ của làn sóng CMCN 4.0, đây cũng là một trong những động lực để đạt được mục tiêu trong chiến lược 10 năm. Chỉ số ứng dụng công nghệ thông tin, truyền thông của Việt Nam xếp hạng thứ 41 thế giới vào năm 2019, so với hạng 95 năm 2018. Tuy nhiên, một vấn đề đặt ra cần phải triển khai song song đó là đảm bảo an ninh mạng. Nghị quyết số 52-NQ/TW ngày 27/0/2019 của Bộ Chính trị “*Về một số chủ trương, chính sách chủ động tham gia cuộc Cách mạng công nghiệp lần thứ tư*”, Luật An ninh mạng 2018, Luật Bảo vệ bí mật Nhà nước 2018, Luật An toàn thông tin mạng 2015 lần lượt được ban hành.

### **3.2.2. Một số gợi ý chính sách và các hướng hành động tiếp theo**

***Theo dõi diễn biến kinh tế thế giới để đưa ra chính sách kịp thời, có tính đón đầu.*** Thế giới đang phải đối mặt với những nguy cơ tiềm ẩn về suy thoái kinh tế, khủng hoảng nợ công, đứt gãy chuỗi cung ứng, thiết lập trật tự mới, chủ nghĩa bảo hộ và bất bình đẳng gia tăng. Sự xuất hiện của Covid-19 càng làm sự bất ổn của thế giới cao hơn và khó lường trước được tương lai, do đó các quốc gia cần phải tìm kiếm những hướng phát triển mới cho nền kinh tế. Bên cạnh đó, Việt Nam cần phải theo dõi diễn biến kinh tế, chính trị thế giới để có chính sách ứng phó kịp thời, đặc biệt là trong quá trình hội nhập quốc tế sâu rộng và làn sóng lan tỏa từ CMCN 4.0.

***Những hướng hành động với tầm nhìn dài hạn.*** Những năm gần đây, chủ nghĩa bảo hộ đã trở dậy và càng mạnh mẽ hơn trong bối cảnh đại dịch Covid-19 tàn phá nền kinh tế toàn cầu cũng như làm suy yếu quá trình toàn cầu hóa cũ và làm đứt gãy, chuyển dịch

chuỗi cung ứng trước đây. Trước tình thế đó, đòi hỏi các quốc gia có độ mở thương mại cao như Việt Nam phải có chính sách thích ứng kịp thời thông qua việc tái cấu trúc và đa dạng hóa chuỗi cung ứng đang tham gia.

Đồng thời, sự thiếu hụt các hàng hóa có nguồn cung từ nước ngoài đặt ra cho Chính phủ cần tạo điều kiện để các doanh nghiệp nâng cao năng lực tự sản xuất các mặt hàng này trong nước, giảm sự phụ thuộc vào nguồn cung nước ngoài, điển hình là giảm phụ thuộc vào Trung Quốc, qua đó nâng cao sức đề kháng cho kinh tế Việt Nam. Chính phủ cũng cần hỗ trợ và tháo gỡ những khó khăn cho các doanh nghiệp nước ngoài để thu hút dòng vốn FDI đang dịch chuyển, đặc biệt là FDI có chuyên giao công nghệ. Bên cạnh đó, việc nỗ lực tham gia ký kết các hiệp định thương mại, thành lập liên minh chiến lược là cần thiết để đa dạng hóa chuỗi cung ứng, các thị trường đầu ra cũng như thúc đẩy quá trình hợp tác quốc tế.

Thương mại điện tử và dịch vụ trực tuyến cũng cần được thúc đẩy nhanh chóng, đặc biệt là khi thế giới đang gồng mình chống lại Covid-19 với hàng loạt các biện pháp phòng chống như giãn cách xã hội, các hoạt động tránh tiếp xúc trực tiếp. Các nền tảng số hóa cần được khai thác tối đa để ứng dụng vào công việc, đời sống như giáo dục trực tuyến, khám chữa bệnh từ xa, thanh toán điện tử, v.v. Các công cụ này sẽ giúp người dân, doanh nghiệp dần dần thay đổi những thói quen trước đây để thích ứng với trạng thái bình thường mới hiện nay. Chính phủ cũng cần nỗ lực để trở thành một Chính phủ số, đồng thời cần ban hành những quy định để quản lý và hướng dẫn các hoạt động kinh doanh có sử dụng công nghệ số để đảm bảo tính đồng bộ, an toàn và mức độ hiệu quả của loại hình này.

Mọi thứ hiện nay rất bất định, do đó tuyệt đối không nên chủ quan. Mọi hành động lúc này cần phải theo sát những diễn biến phức tạp từ các mối quan hệ quốc tế đặc biệt là với các cường quốc như Mỹ, Trung Quốc và Liên minh Châu Âu (EU). Việt Nam phải hết sức thận trọng trong công tác ngoại giao chiến lược, phải duy trì chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa trong nước một cách độc lập, đảm bảo tính bền vững và dư địa của chính sách trong dài hạn nhằm ứng phó kịp thời trước những bất ổn có thể xảy ra.

***Các chính sách thương mại quốc tế thích ứng với tình hình mới.*** Với độ mở thương mại hơn 200% của GDP, do đó bất kỳ những biến động nào của kinh tế toàn cầu đều được truyền dẫn và hấp thụ vào nền kinh tế trong nước. Quá trình hội nhập toàn cầu gần đây của Việt Nam có thể mang lại lợi ích kinh tế, ít nhất là trong ngắn hạn. Việt Nam đã ký kết 14 hiệp định thương mại tự do (FTA), việc này giúp tiếp cận với nhiều thị trường tiềm năng và đa dạng hóa chuỗi cung ứng.

Đồng thời, xu hướng thiết lập một cấu trúc đa phương theo kiểu toàn cầu hóa mới sẽ mở ra nhiều “sân chơi” mới cho thị trường gần 100 triệu dân thuộc khu vực Châu Á -

Thái Bình Dương, nơi đang đóng vai trò chiến lược và tiếp tục là động lực quan trọng của kinh tế toàn cầu. Tuy nhiên, Việt Nam cần phải thận trọng với những hiệp định có sự tham gia của Trung Quốc với vai trò dẫn dắt “cuộc chơi”, khi mà việc nhập siêu của Việt Nam liên tục gia tăng trong giai đoạn vừa qua, thâm hụt thương mại trong năm 2020 là 35,4 tỷ USD (GSO, 2020). Kết hợp với xu hướng đồng Việt Nam (VND) lên giá so với đồng nhân dân tệ (CNY) đã tạo áp lực đối với cán cân thương mại giữa Việt Nam và Trung Quốc. Hàng hóa Trung Quốc khi đó sẽ rẻ hơn và tràn vào Việt Nam, tạo áp lực cho các doanh nghiệp nội địa phải chịu sự cạnh tranh khốc liệt ngay trên sân nhà. Ngoài ra, còn dẫn đến sự cạnh tranh về giá lẫn thị phần của các doanh nghiệp xuất khẩu ở Việt Nam trong thương mại toàn cầu.

Đối với cáo buộc thao túng tiền tệ từ phía Mỹ, Việt Nam cần phải giữ vững lập trường trong điều hành chính sách tiền tệ, kiểm tra chặt chẽ hoạt động xuất khẩu, nhập khẩu. Nếu có bất kỳ một hành động nào cho thấy là nơi trung gian chuyển tiếp, bán phá giá, trợ cấp, chủ động làm giảm giá trị đồng tiền thì sẽ dẫn đến khả năng phải đối mặt các lệnh trừng phạt thương mại và phi thương mại khác từ những đối tác lớn, đặc biệt là trong bối cảnh chủ nghĩa bảo hộ ngày càng gia tăng.

Quan trọng hơn, Việt Nam cần phải nâng cao năng lực sản xuất, tạo giá trị gia tăng trong xuất khẩu và tăng cường tính tự chủ của nền kinh tế, tránh phụ thuộc quá nhiều vào một quốc gia nào đó. Trong ngắn hạn, kênh ngoại giao có lẽ là quan trọng hơn cả, đó là lý do Thủ tướng Nguyễn Xuân Phúc có cuộc điện đàm với Tổng thống Donald Trump vào ngày 22/12/2020 để khẳng định không sử dụng chính sách tiền tệ để tạo lợi thế cạnh thương mại không công bằng. Việt Nam cũng cần tận dụng sự lên án của cộng đồng quốc tế, và được đồng thuận bởi các tổ chức, doanh nghiệp, nhà hoạch định chính sách ngay ở Mỹ.

***Tính chủ động trong bảo vệ an ninh kinh tế.*** Các chiến lược phát triển mà Đảng và Chính phủ đưa ra trong giai đoạn 2021-2030 nếu thực thi một cách hiệu quả thì cơ hội thu hẹp khoảng cách phát triển với những nền kinh tế tiên tiến hoàn toàn khả thi và triển vọng trở thành quốc gia có thu nhập cao vào năm 2045 sẽ thành hiện thực. Tuy nhiên để đạt được những mục tiêu này một cách bền vững đòi hỏi chúng ta phải xây dựng nền kinh tế tự chủ, tự cường và chủ động trong mọi nguồn lực phát triển. Song song với theo dõi diễn biến thế giới để đưa ra những phản ứng chính sách phù hợp thì việc chủ động trong an ninh kinh tế là một trụ cột hết sức quan trọng trong thời kỳ đầy bất ổn như hiện nay, cụ thể:

***Vận dụng triệt để Chỉ thị số 12-CT/TW của Bộ Chính trị.*** Các cấp, các ngành cần phải thực hiện mạnh dạn, nghiêm túc, cụ thể hóa nhiều hơn nữa chủ trương, quan điểm chỉ đạo của Đảng về vấn đề an ninh kinh tế trong hội nhập quốc tế, song song với sự điều hành của Chính phủ. Tăng cường các chương trình, đề án, hợp tác quốc tế trong lĩnh vực an ninh quốc gia, đặc biệt là an ninh kinh tế. Cần tạo hiệu ứng lan tỏa đến từng người dân,

từng chủ thể trong nền kinh tế nhằm nâng cao mức độ nhận thức và chủ động phòng chống, cảnh giác trước các thế lực thù địch.

*Cải thiện sức “đề kháng” của nền kinh tế, phát triển nhưng phải bền vững.* Với bối cảnh rất bất định hiện nay, cần chủ động nâng cao khả năng thích ứng của nền kinh tế trước những cú sốc như Covid-19 hay chủ nghĩa bảo hộ. Để làm được việc này đòi hỏi phải hoàn thiện thể chế và hướng tới các chuẩn mực quốc tế, các quy định pháp luật phải chặt chẽ và tạo điều kiện để khu vực tư nhân, khu vực nước ngoài phát triển nhiều hơn nữa trong kỷ nguyên số, cải thiện môi trường đầu tư và nâng cao năng lực cạnh tranh toàn cầu, duy trì sự ổn định của hệ thống tài chính, v.v.

*Lực lượng an ninh kinh tế đóng vai trò nòng cốt.* Việc đảm bảo an ninh và các bí mật trong lĩnh vực kinh tế sẽ giúp ổn định nền kinh tế vĩ mô. Công tác an ninh cần tăng cường nghiệp vụ, chuyên môn để phát hiện và phòng chống các âm mưu phá hoại, chống phá của các tội phạm kinh tế, đặc biệt là tội phạm sử dụng công nghệ cao. Với làn sóng CMCN 4.0 hiện nay, đòi hỏi lực lượng an ninh phải theo kịp với những mô hình, thủ đoạn tinh vi của các thế lực thù địch.

Việc nắm rõ thông tin, phân tích và dự báo đúng với thực tế vô cùng quan trọng để tham vấn kịp thời cho Đảng và Nhà nước nhằm xây dựng đường lối, chính sách, giải pháp có tính chất đón đầu. Các hoạt động đáng quan tâm trong bối cảnh hiện nay liên quan đến hợp tác quốc tế, nền kinh tế số, trốn thuế, chuyển giá, âm mưu “đùng kinh tế để chuyển hóa chính trị”, v.v. Ngoài ra, cần phát hiện kịp thời các trường hợp suy thoái về tư tưởng chính trị, đạo đức lối sống trong đội ngũ an ninh.

*Đẩy mạnh công tác tuyên truyền và nâng cao nhận thức.* Những nguy hại từ bất ổn an ninh kinh tế trong hội nhập quốc tế và CMCN 4.0 cần được truyền thông mạnh mẽ và đồng bộ đến toàn dân, toàn quân, và toàn hệ thống chính trị. Vẫn còn những trường hợp chủ quan và chưa lường hết sự phức tạp trong đảm bảo an ninh kinh tế. Một số cấp, ngành vẫn còn chủ quan, thiếu sự quan tâm và sự chủ động phòng chống trước thủ đoạn khó lường từ tội phạm kinh tế, vẫn quan niệm cho rằng an ninh kinh tế là trách nhiệm của cơ quan chức năng.

*Tăng cường đảm bảo an ninh mạng.* Với sự bùng nổ từ CMCN 4.0 và tính chất phức tạp của không gian mạng, ngay lúc này đòi hỏi chúng ta phải có những chiến lược và nhiệm vụ cụ thể nhằm ứng phó và bắt kịp sự phát triển không ngừng, khó lường của vùng lãnh thổ mới này.

- Thực thi nghiêm túc chủ trương ứng dụng, phát triển công nghệ số song song đảm bảo an toàn thông tin, an ninh mạng, chủ động trong công tác phòng chống và làm chủ công nghệ để đảm bảo tuyệt đối an ninh quốc gia trên không gian

mạng, tránh phụ thuộc vào nước ngoài. Nội dung này đúng với tinh thần của Nghị quyết số 52-NQ/TW ngày 27/9/2019 của Bộ Chính trị đưa ra.

- Hoàn thiện các chính sách, văn bản hướng dẫn liên quan đến Luật An ninh mạng 2018, Luật Bảo vệ bí mật Nhà nước 2018, Luật An toàn thông tin mạng 2015 nhằm thực tiễn hóa nội dung vào đời sống cũng như truyền thông đến các doanh nghiệp, người dân. Tăng cường hợp tác quốc tế về an ninh mạng, cũng như cần phải cập nhật và tham mưu cho Đảng và Nhà nước các bất cập hiện nay, ví dụ như quản lý tiền kỹ thuật số, tài sản ảo, trung gian thanh toán trực tuyến, v.v.
- Cần sự chủ động và phối hợp chặt chẽ giữa các cấp, ngành trong công tác phòng, chống và triển khai giải pháp ứng phó đối với những nguy hại từ không gian mạng, phát hiện và xử lý kịp thời những hành vi vi phạm trên mạng, các quan điểm sai trái từ thế lực thù địch. Đơn cử là ngày 12/1/2021, Bộ Thông tin và Truyền thông đã khai trương Trung tâm xử lý tin giả Việt Nam, một hướng đi cho thấy sự phối hợp giữa các bên bao gồm cả Bộ Công an, Bộ Quốc phòng, Ban Tuyên giáo Trung ương.
- Cần phải mở rộng hợp tác quốc tế với các nước và tăng cường nghiệp vụ, chuyên môn nhằm phòng, chống tội phạm xuyên quốc gia có sử dụng công nghệ cao, các hình thức đánh bạc trực tuyến quy mô quốc tế, hành vi lừa đảo chiếm đoạt tài sản từ nước ngoài, gián điệp mạng, v.v. Cuối cùng là chú trọng đào tạo nguồn nhân lực chất lượng cao, đẩy mạnh đổi mới sáng tạo, nghiên cứu khoa học, và làm chủ những công nghệ mới. /

### Tài liệu tham khảo

Asian Development Bank (2021). *ADB Covid-19 Policy Database*. Truy cập ngày 14/01/2021 từ <https://covid19policy.adb.org>.

Ban Chấp hành Trung ương Đảng (2020). *Dự thảo Báo cáo tổng kết thực hiện Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 10 năm 2011-2020, xây dựng Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 10 năm 2021-2030*. Truy cập ngày 14/01/2021 từ [http://www.xaydungdang.org.vn/Home/dai\\_hoi\\_XIII/2020/14376/Xin-y-kien-dong-gop-vao-du-thao-cac-van-kien-trinh.aspx](http://www.xaydungdang.org.vn/Home/dai_hoi_XIII/2020/14376/Xin-y-kien-dong-gop-vao-du-thao-cac-van-kien-trinh.aspx).

Congressional Research Service (2020). *Global Economic Effects of Covid-19 (August 2020)*. Washington, DC: CRS.

International Monetary Fund (2020). *World Economic Outlook (October 2020)*. Washington, DC: IMF.

Nguyễn Khắc Quốc Bảo & Tô Công Nguyên Bảo (2020). *Phản ứng chính sách của một số nước trên thế giới trong bối cảnh đại dịch Covid-19 và các tác động đến Việt Nam*. Tài liệu trình bày tại Diễn đàn “Tình hình kinh tế - xã hội Việt Nam 9 tháng năm 2020 và một số giải pháp”,

do Ủy ban Kinh tế của Quốc hội và Văn phòng Quốc hội đồng tổ chức, tại Cần Thơ, ngày 24/09/2020.

Tổng cục Thống kê (2021). *Tình hình kinh tế - xã hội quý IV và năm 2020*. Truy cập ngày 14/01/2021 từ <https://www.gso.gov.vn/du-lieu-va-so-lieu-thong-ke/2020/12/baocao-tinh-hinh-kinh-te-xa-hoi-quy-iv-va-nam-2020>.

U.S. Department of Commerce (2020). *U.S. Department of Commerce Issues Affirmative Preliminary Countervailing Duty Determination for Passenger Vehicles and Light Truck Tires from Vietnam*. Truy cập ngày 14/01/2021 từ <https://www.commerce.gov/news/press-releases/2020/11/us-department-commerce-issues-affirmative-preliminary-countervailing>.

U.S. Department of the Treasury (2020). *Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States (December 2020)*. Washington, DC: USDT.

U.S. Department of the Treasury (2020). *Treasury Releases Report on Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States*. Truy cập ngày 14/01/2021 từ <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sm1212>.

World Bank (2021). *Global Economic Prospects (January 2021)*. Washington, DC: WB.

World Trade Organization (2020). *World Trade Statistical Review 2020*. Geneva: WTO.

# 18.

## THAO TÚNG TIỀN TỆ: NGOẠI GIAO TRỪNG PHẠT VÀ LỢI ÍCH CHIẾN LƯỢC

Hồ Quốc Tuấn\*

Nguyễn Thị Ngọc Trang\*\*

Trần Ngọc Tho\*\*

### *Tóm tắt*

Ngày 16/12/2020, Việt Nam bị Bộ Tài chính Mỹ xác định là “thao túng tiền tệ” theo đạo luật Cạnh tranh và thương mại quốc tế Omnibus năm 1988. Dựa vào bộ tiêu chí xếp hạng thao túng tiền tệ và những hành xử trước đây, lựa chọn gán nhãn thao túng tiền tệ của Mỹ với bất kỳ quốc gia nào không thuần túy là một quyết định khách quan hay dựa trên kết quả khoa học, mà dựa trên đánh giá chủ quan. Có vẻ như chính quyền Mỹ sử dụng việc định danh thao túng tiền tệ như một phần của chính sách ngoại giao trừng phạt nhằm đạt được những lợi ích chiến lược. Chúng tôi đưa ra một số đề xuất để ứng xử với các báo cáo liên quan đến thao túng tiền tệ trong tương lai.

**Từ khóa:** Thao túng tiền tệ, cạnh tranh, thương mại, chính sách ngoại giao, tỷ giá thực.

### **Mỹ gán nhãn Việt Nam thao túng tiền tệ năm 2020: Một quyết định chủ quan?**

Ngày 16-12-2020, Bộ Tài chính Mỹ đã ban hành báo cáo “Chính sách kinh tế vĩ mô và ngoại hối của các đối tác thương mại lớn của Mỹ”. Theo báo cáo này, Việt Nam cùng với Thụy Sĩ bị Bộ Tài chính Mỹ xác định là “thao túng tiền tệ” theo Đạo luật Cạnh tranh và thương mại quốc tế Omnibus năm 1988.

Đây không phải một vấn đề mới mà đã được cảnh báo từ năm 2019. Vào Quý III năm nay, theo trang giám sát về tín hiệu thao túng tiền tệ Tracking Currency Manipulation, Việt Nam là một trong những nước “đầu bảng” về tín hiệu thao túng tiền tệ theo các tiêu chuẩn của Bộ Tài chính Mỹ.

---

\*Đại học Bristol, Anh | Email liên hệ: [Tuan.Ho@bristol.ac.uk](mailto:Tuan.Ho@bristol.ac.uk)

\*\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM



Nhưng với những người theo dõi vấn đề này, đây là chuyện “hên xui”. Vì sao lại nói như vậy?

Trước tiên hãy nhìn về bộ tiêu chí của Bộ Tài chính Mỹ sử dụng để đánh giá một nền kinh tế có thao túng tiền tệ hay không.

Bộ tiêu chí hiện tại của Bộ Tài chính Mỹ bao gồm:

- Thặng dư thương mại với Mỹ hơn 20 tỷ USD trong vòng 12 tháng
- Thặng dư tài khoản vãng lai hơn 2% GDP trong vòng 12 tháng
- Chính phủ can thiệp thường xuyên vào thị trường ngoại hối, trong đó có 6 tháng có lượng mua vào ngoại tệ ròng (trong khoảng thời gian 12 tháng đánh giá), và lượng mua vào ròng này chiếm từ 2% GDP trở lên.

Theo Hồ (2020), đây là những tiêu chí có tính chủ quan và có phần “ép” các nước thiên về xuất khẩu như Việt Nam. Chẳng hạn, hầu hết nước và lãnh thổ có hoạt động xuất khẩu mạnh như Trung Quốc, Đức, Đài Loan, Thái Lan và Việt Nam chắc chắn sẽ vi phạm 2 tiêu chí đầu tiên. Chỉ có tiêu chí thứ 3 có thể tránh khỏi nếu can thiệp một cách giới hạn và không thường xuyên vào thị trường ngoại hối. Trước đây Đài Loan tỏ ra khôn ngoan bằng cách sử dụng một loạt công cụ phái sinh để mua vào ngoại hối và tìm cách cân bằng vị thế ngoại hối ở một số tháng để có vẻ cho thấy họ không mua ròng trong tháng đó. Thế nhưng trong báo cáo mới lần này, các giao dịch phái sinh đã bị phía Mỹ quan tâm và tính toán kỹ lưỡng.

Với một bộ tiêu chí có tính áp đặt như vậy, Mỹ thật ra đã “gom trọn” các đối tác thương mại lớn của mình vào một cái danh sách theo dõi và những nước trong danh sách này có thể bị “gắn nhãn” thao túng tiền tệ bất kỳ lúc nào chỉ cần đạt đủ 3 tiêu chí.

Ngay cả các quốc gia không bị gắn nhãn thao túng tiền tệ vẫn bị đưa vào “danh sách đen” theo dõi thao túng tiền tệ (ngoài Việt Nam và Thụy Sĩ bị “gắn nhãn”, có 10 nền kinh tế khác bị vào “danh sách đen” này, trong đó có Trung Quốc). Năm 2019, Trung Quốc bị gắn nhãn thao túng tiền tệ, nhưng sau đó vào đầu năm 2020 đã được đưa ra khỏi danh sách này khi Trung-Mỹ đang trong quá trình thương lượng ký kết một hiệp định thương mại mới.

Nói vậy để thấy, lựa chọn gắn nhãn thao túng tiền tệ của Mỹ với bất kỳ quốc gia nào không thuần túy là một quyết định khách quan hay dựa trên kết quả khoa học, mà dựa trên đánh giá chủ quan.

Nhận định này của Hồ (2020) có cùng quan điểm với Lương (2020). Theo Lương (2020), sự khác nhau về kết quả của các mô hình tính toán tỷ giá thực mà báo cáo của

phía Mỹ sử dụng cho thấy không có cơ sở vững chắc để khẳng định tiền đồng đã bị thao túng một cách bất hợp lý. Các nhận định này cũng cùng quan điểm với Dapice (2020).

Theo ông David Dapice, Mỹ buộc thao túng tiền tệ đối với Việt Nam là không thỏa đáng. Ông cho rằng nguyên nhân chính đằng sau việc điều tra và gắn nhãn thao túng thương mại này là thặng dư thương mại song phương ngày càng tăng giữa Việt Nam và Mỹ, một biến số quan tâm đặc biệt đối với chính quyền của ông Donald Trump.

Lý do hàng đầu dẫn đến thặng dư thương mại song phương gia tăng giữa Việt Nam và Mỹ, theo ông David Dapice, chính là việc Mỹ áp thuế lên hàng xuất khẩu của Trung Quốc. Nhiều nhà máy sản xuất của Nhật, Đài Loan, Hàn Quốc, và Singapore đã chuyển dịch sang Việt Nam.

Năm 2019, thặng dư thương mại hàng hóa của Trung Quốc với Mỹ là 345 tỷ USD, đến năm 2020 giảm 30 tỷ USD. Thặng dư thương mại của Việt Nam năm 2020 tăng khoảng 15 tỷ USD, hay bằng ½ phần giảm của Trung Quốc. Chính sách thuế quan của Mỹ đã làm thay đổi những cân nhắc kinh tế về nơi sản xuất kéo theo dòng FDI, chứ không phải do thao túng tiền tệ.

Giá trị gia tăng trong hàng xuất khẩu đang tăng về số lượng của Việt Nam, ngay cả những hàng hóa như điện thoại di động thông minh, là khá thấp, chỉ ở một con số. Việt Nam thực ra chỉ là nơi lắp ráp các linh kiện được sản xuất từ khắp nơi trên thế giới.

Như vậy, có thể thấy, việc gia tăng thâm hụt thương mại của Mỹ với Việt Nam chỉ là sản phẩm phụ của việc Mỹ áp thuế lên hàng xuất khẩu của Trung Quốc, đẩy nhanh làn sóng dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc.

Nói tóm lại, có thể thấy Mỹ tiến hành điều tra và gắn nhãn thao túng tiền tệ với Việt Nam xuất phát từ nguyên nhân quan trọng là gia tăng thâm hụt thương mại của Mỹ với Việt Nam. Phía Mỹ cho rằng thao túng tiền tệ là nguyên nhân quan trọng dẫn đến thâm hụt thương mại này tăng lên. Trong khi đó, những chuyên gia kinh tế đã phân tích cho thấy không có bằng chứng rõ ràng theo các thước đo tỷ giá thực và can thiệp ngoại hối là Việt Nam thật sự thao túng tiền tệ để đạt được thặng dư thương mại. Nguyên nhân thực tế là do sự dịch chuyển sản xuất của các nhà xuất khẩu đi Mỹ ra khỏi Trung Quốc và sang Việt Nam. Và đó là sản phẩm phụ của chính sách thương chiến của Mỹ với Trung Quốc.

### **Phản hồi của phía Việt Nam**

Báo cáo của Bộ Tài chính Mỹ khuyến nghị phía Việt Nam nên “cho phép tỷ giá biến động nhiều hơn cho phù hợp với diễn biến cơ bản của nền kinh tế, và giảm bớt can thiệp vào tỷ giá, cho phép đồng tiền tăng giá theo tỷ giá thực hiệu lực”. Trong báo cáo này, Bộ Tài

chính Mỹ hàm ý rằng chính những can thiệp của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) vào thị trường ngoại hối đã ngăn không cho tiền đồng tăng giá.

Phía Mỹ cũng yêu cầu Việt Nam phải thường xuyên công bố dữ liệu về can thiệp trên thị trường ngoại hối. Trong báo cáo này, họ lưu ý rằng Việt Nam không công bố dữ liệu về can thiệp trên thị trường ngoại hối như một số nước khác, nhưng NHNN đã “cung cấp thông tin đáng tin cậy” về lượng can thiệp ngoại hối trong 4 quý gần nhất là 16,8 tỷ USD, tương đương với 5,1% GDP, nghĩa là cao hơn nhiều so với chỉ tiêu 2% của Mỹ.

Đáp lại quan điểm của Mỹ, NHNN khẳng định việc điều hành tỷ giá những năm qua nhằm thực hiện nhiệm vụ của NHNN là kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, không nhằm tạo lợi thế cạnh tranh thương mại quốc tế không công bằng.

Về vấn đề can thiệp ngoại hối, NHNN cho biết mua ngoại tệ can thiệp thời gian qua nhằm đảm bảo hoạt động thông suốt của thị trường ngoại tệ trong bối cảnh nguồn cung ngoại tệ dồi dào, góp phần ổn định kinh tế vĩ mô, đồng thời củng cố dự trữ ngoại hối Nhà nước vốn ở mức thấp so với các nước trong khu vực để tăng cường an ninh tài chính tiền tệ quốc gia.

Nói cách khác, ổn định vĩ mô và tăng cường dự trữ ngoại hối là lý do can thiệp của NHNN. Điều này là hợp lý trong bối cảnh của Việt Nam. Nhưng nó cũng cho thấy một vấn đề, mà chúng tôi tạm gọi là “lời nguyền của người chiến thắng” với Việt Nam.

Việt Nam có nguồn cung ngoại tệ dồi dào xuất phát từ thực tế là Việt Nam nhận được nhiều vốn nước ngoài và cán cân thanh toán nói chung cải thiện - bao gồm sự hỗ trợ từ nguồn kiều hối, và tăng trưởng xuất khẩu. Nguồn cung ngoại tệ dồi dào mà không mua vào, đồng nội tệ tăng giá sẽ trái với định hướng một đồng nội tệ ổn định của Việt Nam. Vì vậy, chuyện mua vào ngoại tệ trong điều kiện Việt Nam là chuyện phải làm nếu tiếp tục có quan điểm ổn định vĩ mô và tăng trưởng kinh tế với mô hình thiên về xuất khẩu.

Mô hình kinh tế dựa vào thặng dư xuất khẩu và đầu tư nước ngoài này đem lại tăng trưởng GDP khả quan và nguồn cung ngoại tệ ổn định trong những năm qua, không còn tình trạng khan hiếm USD và chuyện găm giữ USD. Nhưng đổi lại, cái giá của nó là việc phải mua ngoại tệ thường xuyên để ổn định tỷ giá, tránh để VND lên giá mạnh khi nguồn cung ngoại tệ đột ngột tăng mạnh trên thị trường theo mùa vụ. Thành công nào cũng có cái giá của nó.

### **Ngoại giao trừng phạt và lợi ích chiến lược**

Trần (2020a) có một nhận xét hết sức xác đáng về câu chuyện thương mại Mỹ-Việt và gắn nhãn thao túng tiền tệ. Ông nhận xét: “Hệt như câu chuyện ngụ ngôn Việt Nam “Bánh tao đâu” về ông thầy đồ tham ăn. Cậu học trò đi trước, đi sau hay đi ngang hàng đều bị

ông thầy quở trách cho rằng đi như vậy là hỗn. Hóa ra vấn đề đúng lại nằm ở chỗ cậu học trò đang giữ cái bánh trong người mà không đưa cho ông thầy đồ”.

Một bằng chứng cho câu chuyện này là cách xử lý của Mỹ với chuyện gắn nhãn thao túng tiền tệ ở Trung Quốc. Vào thời điểm cao trào nhất của cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung năm 2019, chính quyền Trump dán nhãn Trung Quốc thao túng tiền tệ với lý do chỉ là đồng nhân dân tệ vượt lần ranh đỏ 7 nhân dân tệ ăn 1 đô la.

Nhưng bỗng nhiên sau đó vài tháng, vào tháng 1-2020, chính quyền Trump lại loại bỏ Trung Quốc khỏi danh sách thao túng tiền tệ. Chuyện này diễn ra sau khi thỏa thuận “giai đoạn 1” giữa Mỹ và Trung Quốc được thông qua, với việc Trung Quốc hứa hẹn mua thêm nhiều hàng hơn nữa của Mỹ.

Nói cách khác, có vẻ như chính quyền Tổng thống Trump sử dụng dán nhãn thao túng tiền tệ như một phần của ngoại giao trừng phạt nhằm đạt được những lợi ích chiến lược.

Có ý kiến kỳ vọng chính quyền của Tổng thống Biden có thể sẽ mềm mỏng hơn với Việt Nam trong vấn đề này. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng không nên nghĩ rằng họ sẽ gỡ bỏ định danh thao túng tiền tệ một cách miễn phí cho Việt Nam. Chính quyền tiền nhiệm đã để lại cho họ một quân bài quý giá trên bàn đàm phán thương mại, và họ sẽ tìm cách tận dụng nó thật tốt. Có lẽ Mỹ sẽ chỉ gỡ bỏ định danh thao túng tiền tệ với Việt Nam nếu họ nhận được, hoặc cảm thấy sẽ nhận được những lợi ích chiến lược khác.

### **Hướng về tương lai: Có đi có lại**

Cuối tháng 3-2021, Trưởng Đại diện thương mại Mỹ (USTR) bà Katherine Tai bày tỏ quan ngại về chính sách tiền tệ của Việt Nam trong buổi điện đàm với Bộ trưởng Công Thương Việt Nam Trần Tuấn Anh. Thông tin được đăng trên hãng tin Reuters và cả Bloomberg ngày 1-4. Theo Bloomberg, ngoài quan ngại về chính sách tiền tệ của Việt Nam, bà Tai cũng nêu những lo ngại của Mỹ về các hoạt động gỡ bắt hợp pháp, thương mại kỹ thuật số và nông nghiệp của Việt Nam.

Thông thường Bộ Tài chính Mỹ sẽ công bố Báo cáo về kinh tế vĩ mô và chính sách ngoại hối của đối tác thương mại chính của Mỹ khoảng 2 lần một năm, lần đầu vào khoảng tháng 4 hoặc tháng 5 và lần sau là khoảng từ tháng 10 đến tháng 12. Từ 2012-2019, báo cáo công bố trong khoảng tháng 4 hoặc tháng 5 rất đều đặn trên trang web của Bộ Tài chính Mỹ theo sau thông cáo báo chí.

Trong năm 2021, dự kiến báo cáo này sẽ được hoàn thành vào khoảng giữa tháng 4-2021, và thời điểm công bố báo cáo cho công chúng có thể trong tháng 4 hoặc tháng 5. Điều đó nghĩa là không còn nhiều thời gian nữa sẽ đến thời hạn Mỹ cần phải xem xét lại

có tiếp tục định danh một số đối tác thương mại chính, trong đó có Việt Nam, là nước thao túng tiền tệ hay không.

Như phân tích ở trên, vấn đề định danh thao túng tiền tệ vượt ra khỏi khuôn khổ chính sách của NHNN, đặc biệt là rộng hơn nhiều so với khuôn khổ chính sách tỷ giá hay những hoạt động can thiệp vào thị trường ngoại hối. Nói cách khác, các chỉ tiêu về can thiệp ngoại hối chỉ là “cái có” để Mỹ bắt chẹt các đối tác thương mại có thặng dư thương mại quá lớn với Mỹ, đặc biệt dưới thời ông Donald Trump. Vì vậy, thật ra định danh về thao túng tiền tệ là một phần trong tổng thể quan hệ thương mại và quan hệ kinh tế-chính trị giữa Mỹ với Việt Nam.

Theo quan điểm của chúng tôi, Việt Nam có 3 điều cần làm để giảm rủi ro bị gán nhãn thao túng tiền tệ.

Thứ nhất, *phải chứng minh bằng được rằng Việt Nam chưa bao giờ chủ trương phá giá tiền tệ*. Luận điểm của Bộ Tài chính Mỹ rằng, họ đặc biệt quan tâm đến việc NHNN có cố tình hạ giá đồng tiền để chiếm lợi thế trong xuất khẩu hay không. Một trong những yếu tố nhận biết dấu hiệu này là tỷ giá thực hiệu lực. Theo Trần (2020b) về tiêu chí này, nhiều nghiên cứu cho thấy, REER đang đi theo các xu hướng thể hiện đúng các yếu tố cơ bản của nền kinh tế, cùng quan điểm với Dapice (2020). Lương (2020) cũng nhấn mạnh là chỉ tiêu này có thể thay đổi rất lớn tùy theo cách tính toán. Đây là những điểm mà Việt Nam cần chuẩn bị thật kỹ để đàm phán và chứng minh rằng Việt Nam chưa bao giờ có chủ trương phá giá tiền tệ.

Thứ hai, *sử dụng công cụ can thiệp ngoại hối mới phù hợp với đặc điểm Việt Nam*. Từ đầu năm 2021, NHNN đã thực hiện mua ngoại tệ kỳ hạn 6 tháng, cho phép hủy ngang với các ngân hàng thương mại. Đây là một giải pháp tốt cho phép NHNN đặt ra một mức tỷ giá định hướng thông qua giá mua kỳ hạn từ các ngân hàng thương mại, qua đó phát đi tín hiệu về mức tỷ giá mà NHNN sẵn sàng can thiệp mua ngoại tệ vào. Ngoài ra, việc cho phép hủy ngang hợp đồng kỳ hạn tạo ra tính linh hoạt để các ngân hàng thương mại điều chỉnh trạng thái ngoại hối theo điều kiện vốn vào hay ra mà không cần có sự can thiệp trực tiếp của NHNN. Có thể hiểu phương thức điều hành tỷ giá này là định hướng điều hành theo “luồng tiền” (flow) trong một khoảng thời gian, thay vì phải tập trung mua hay bán quá nhiều để can thiệp vào thị trường để giữ ổn định tỷ giá.

Hiểu nôm na là trên thị trường ngoại hối có lúc dư thừa, có lúc thiếu ngoại tệ, nếu can thiệp hoàn toàn dựa vào thị trường giao ngay, sẽ có trường hợp NHNN phải mua ngoại tệ khi ngoại tệ dư thừa, rồi sau đó do yếu tố mùa vụ lại phải bán ngoại tệ cho ngân hàng thương mại khi có nhu cầu tăng cao. Nay tận dụng giao dịch ngoại tệ có kỳ hạn thì ít ra tiết kiệm được một đầu giao dịch: khi nhu cầu ngoại tệ tăng cao, ngân hàng thương mại có nhu cầu có thể chọn hủy

ngang giao dịch kỳ hạn, như vậy sẽ đảm bảo được nguồn ngoại hối cần thiết mà không có giao dịch nào phát sinh của NHNN trên thị trường tiền tệ.

NHNN càng tận dụng nhiều giao dịch phái sinh này sẽ giảm được mức độ cần mua bán nhiều lần trên thị trường ngoại hối giao ngay để ổn định thị trường, đồng thời vẫn đưa ra được tín hiệu chính sách về một mức định hướng tỷ giá mà NHNN sẵn sàng can thiệp thông qua giá kỳ hạn.

Tất nhiên, có ai đó sẽ chỉ ra là như vậy phải chăng là một cách thức “lách” tiêu chí can thiệp ngoại hối của Mỹ và sẽ dễ dàng bị người Mỹ chỉ ra. Điều này đặc biệt đáng lưu ý là với trường hợp Đài Loan vừa qua khi phía Mỹ tính cả dữ liệu giao dịch giao ngay và phái sinh vào trong hoạt động can thiệp ngoại hối.

Tuy nhiên, nhìn ở một góc nhìn khác, rõ ràng phía Việt Nam đã có thiện chí can thiệp ít đi vào thị trường thông qua công cụ mua bán kỳ hạn và phần nào đó để thị trường tự quyết chuyện hủy ngang giao dịch kỳ hạn, tức đang phát đi tín hiệu chính sách nhưng để thị trường tự điều chỉnh. Tất cả phụ thuộc vào góc nhìn mà thôi. Vấn đề chính nằm ở lợi ích thương mại và đầu tư tổng thể theo kiểu có đi có lại giữa hai nước.

Thứ ba, *hạn chế thặng dư thương mại của Việt Nam so với Mỹ*. Như chỉ ra từ những phân tích ở trên, thặng dư thương mại lớn của Việt Nam so với Mỹ là nguyên nhân chủ yếu khiến câu chuyện điều tra thao túng tiền tệ diễn ra, còn lý do quan trọng khiến thặng dư thương mại của Việt Nam lớn so với Mỹ là do tác động của chính sách thuế Mỹ áp đặt lên Trung Quốc. Vì vậy, trước thời điểm báo cáo về kinh tế vĩ mô và chính sách ngoại hối của đối tác thương mại chính của Mỹ sắp tới được công bố, càng nhiều những thỏa thuận thương mại và đầu tư giữa hai nước được ký kết theo hướng thu hẹp thâm hụt thương mại song phương giữa Việt Nam với Mỹ, và càng nhiều hoạt động hợp tác đầu tư giữa Mỹ với Việt Nam càng là tin tốt.

Cuối cùng, Việt Nam cũng phải minh bạch thông tin nhiều hơn nữa các can thiệp vào thị trường ngoại hối và tỷ giá. Đó cũng không phải chỉ vì sức ép của Mỹ. Điều quan trọng nhất, bởi vì đó là một chính sách đúng hướng trong việc hiện đại hóa các khuôn khổ chính sách tiền tệ và tỷ giá của Việt Nam.

Khi chính quyền ông Biden đang theo đuổi đường lối chính sách “Hãy làm nước Mỹ tốt lên” (Build America back better), hy vọng mối quan hệ giữa Việt Nam và Mỹ cũng sẽ tốt lên, bao gồm cả những vấn đề thương mại và tiền tệ.

### Tài liệu tham khảo

- Hồ, Q.T., 2020. Thao túng tiền tệ: ngoại giao trừng phạt và lợi ích chiến lược. *Sài Gòn Đầu tư Tài chính*. Truy cập ở: <https://saigondautu.com.vn/tai-chinh/thao-tung-tien-te-ngoai-giao-trung-phat-va-loi-ich-chien-luoc-86761.html>
- Dapice, D., 2020. Giải đáp cáo buộc Việt Nam thao túng tiền tệ. Truy cập ở: <https://fulbright.edu.vn/vi/giai-dap-cao-buoc-viet-nam-thao-tung-tien-te/>
- Lương, T.A., 2020. Thử tìm hiểu tiếp về cáo buộc Việt Nam thao túng tiền tệ. *Thời báo Kinh tế Sài Gòn*. Truy cập ở: <https://www.thesaigontimes.vn/312854/thu-tim-hieu-tiep-ve-cao-buoc-viet-nam-thao-tung-tien-te.html>
- Trần, N. T., 2020a. Thao túng tiền tệ và câu chuyện ngụ ngôn “Bánh tao đầu”. *Sài Gòn Đầu tư Tài chính*. Truy cập ở: <https://saigondautu.com.vn/kinh-te/thao-tung-tien-te-va-cau-chuyen-ngu-ngon-banh-tao-dau-86951.html>
- Trần, N.T, 2020b. Thao túng tiền tệ và ngoại giao kinh tế. *Đầu tư*. Truy cập ở: <https://baodautu.vn/thao-tung-tien-te-va-ngoai-giao-kinh-te-d100535.html>

# 19.

## PHÂN TÍCH SỰ TÁC ĐỘNG CỦA DỊCH BỆNH TRUYỀN NHIỄM ĐẾN HOẠT ĐỘNG KINH TẾ - KHÍA CẠNH HÀNH VI CON NGƯỜI

Nguyễn Chí Đức\*

### Tóm tắt

Đầu tiên bài viết tiến hành phân tích sự khác biệt giữa đại dịch bệnh truyền nhiễm và thảm họa hiếm xảy ra. Tiếp theo, bài viết sử dụng Mô hình trò chơi Bayes với thông tin không hoàn hảo và Thuyết nổi trội để tìm hiểu cơ chế xử lý thông tin và vai trò cảm xúc trong hành vi của con người, đây là nguyên nhân gây ảnh hưởng trực tiếp và gián tiếp của dịch bệnh truyền nhiễm đến hoạt động kinh tế. Sau đó bài viết tiến hành tổng hợp các kết quả nghiên cứu về đánh giá ảnh hưởng của dịch bệnh truyền nhiễm đến kinh tế. Cuối cùng bài viết đưa ra một số chính sách quản lý dịch bệnh và kết luận có liên quan.

**Từ khóa:** Dịch bệnh truyền nhiễm, trò chơi Bayes, thuyết nổi trội.

### 1. Lời mở đầu

Các bệnh truyền nhiễm đang là một trong những thách thức quan trọng nhất xã hội hiện đại phải đối mặt, dễ tạo ra những thông tin không chính xác và gây hoang mang, thậm chí có thể tạo làn sóng lan truyền ra toàn thế giới. Do đó, đòi hỏi các quốc gia và khu vực phải phối hợp cùng nhau ứng phó. Báo cáo của Tổ chức Y tế Thế giới (WHO) cho thấy, kể từ khi bước vào thế kỷ 21, nhân loại đã trải qua 5 biến cố đại dịch bệnh truyền nhiễm được xếp vào cấp độ “Tình trạng khẩn cấp y tế toàn cầu” (Public Health Emergency of International Concern, PHEIC), đó là SARS năm 2003, H1N1 năm 2009, Polio năm 2014, Ebola năm 2014 và Covid-19 năm 2019. Ngoài ra có thể kể đến các cơn đại dịch tả năm 1854, đại dịch cúm năm 1918, cúm H2N2 năm 1957 và cúm H3N2 năm 1968, liên tục xuất hiện, đe dọa trực tiếp đến sự phát triển ổn định của xã hội loài người.

Hiện nay, có một số nghiên cứu xem đại dịch bệnh truyền nhiễm như thảm họa hiếm xảy ra, từ đó tìm hiểu sâu hơn mối quan hệ giữa tình hình dịch bệnh và hành vi của các cá nhân, đồng thời ước tính tác động gián tiếp của dịch bệnh đối với nền kinh tế (Lee &

\* Email liên hệ: ducthinh19782002.td@gmail.com



McKibbin, 2004; Snyder et al., 2010). Còn Blendon, Benson, DesRoches, Raleigh, and Taylor-Clark (2004) dựa trên tâm lý hoang mang, đã tiến hành cuộc khảo sát và phỏng vấn lo ngại rằng tâm lý tiêu cực do ảnh hưởng của SARS đã gây thiệt hại tổng cộng 1 tỷ CAD. Mọi người đã đánh giá quá mức khả năng lây truyền virus trong đợt dịch, và chính tâm lý hoang mang đã gây ra thiệt hại lớn về kinh tế, nhưng trên thực tế chỉ có vài trăm ca nhiễm được xác nhận. Do đó, bài viết bắt đầu từ việc nghiên cứu các đặc điểm của đại dịch bệnh truyền nhiễm, với mong muốn sử dụng môn tài chính hành vi để tìm hiểu tác động của đại dịch bệnh truyền nhiễm đối với cá nhân, nhằm bổ sung và làm phong phú hơn tài liệu nghiên cứu có liên quan ở Việt Nam.

Cụ thể, ý tưởng nghiên cứu của bài viết như sau: Thứ nhất, xem xét các tài liệu về thảm họa hiếm xảy ra, phân tích sự khác biệt giữa đại dịch bệnh truyền nhiễm và thảm họa hiếm xảy ra. Thứ hai, thảo luận về các yếu tố không duy lý ảnh hưởng đến dịch bệnh, dựa trên cơ chế nhận thức của con người được xây dựng bởi Mô hình trò chơi Bayes với thông tin không hoàn hảo (Gallagher, 2014) phân tích các nhận thức lệch lạc xảy ra trong dịch bệnh, sử dụng Thuyết nổi trội (Bordalo, Gennaioli, & Shleifer, 2012) để giải thích những cảm xúc lệch lạc trong thời gian xảy ra dịch bệnh, đồng thời thảo luận về tác động của văn hóa khu vực đối với dịch bệnh và việc quản lý - kiểm soát dịch bệnh. Thứ ba, phân loại tác động trực tiếp của dịch bệnh do các yếu tố khách quan, thảo luận về tác động gián tiếp của dịch bệnh do lý trí của con người hoặc phản ứng không duy lý. Thứ tư, dựa trên nội dung của bài viết, gợi ý một số chính sách cho các nhà quản lý kinh tế.

## **2. Dịch bệnh truyền nhiễm: thông tin không chính xác và tâm lý hoảng sợ toàn cầu**

Những thảm họa hiếm xảy ra là những sự kiện có xác suất xảy ra rất nhỏ, nhưng khi xảy ra gây thiệt hại cực kỳ lớn và đe dọa rất lớn đến xã hội loài người (Rietz, 1988). Chủ yếu bao gồm các thảm họa đến từ thiên nhiên như động đất (Jackson, 1981), bão (Dessaint & Matray, 2017), lũ lụt (Gallagher, 2014), núi lửa phun trào, sóng thần, lở đất và hỏa hoạn (Bernile, Bhagwat, & Rau, 2014); các thảm họa gây ra bởi yếu tố con người như suy thoái kinh tế (KnÜPfer, Rantapuska, & SarvimÄKi, 2016), khủng hoảng tài chính (Guiso, Sapienza, & Zingales, 2013) và dịch bệnh (Almond & Mazumder, 2005). Các nghiên cứu này chủ yếu vẫn tập trung ở sự tác động của các thảm họa ở tầm khu vực.

Khác với các thảm họa hiếm xảy ra, đại dịch truyền nhiễm có thể lây lan trên toàn thế giới: Năm 1918, đại dịch cúm lan ra khắp thế giới khiến hàng chục triệu người chết. Năm 2003, SARS đã lây nhiễm cho 8.422 người trên toàn thế giới và 919 người thiệt mạng. Năm 2009, H1N1 đột ngột trở thành một biến cố sức khỏe cộng đồng được quốc tế quan tâm, không lâu sau khi bùng phát, nó đã được WHO coi là đại dịch với mức độ báo động cao nhất. Tháng 5 cùng năm, bệnh bại liệt bùng phát ở châu Á, châu Phi và Trung Đông,

đe dọa sức khỏe và sự an toàn của nhiều quốc gia. Năm 2014 Virus Ebola đã tàn phá các quốc gia vùng Tây Phi, khiến hàng nghìn người chết ở Guinea, Liberia và Sierra Leone. Việc đánh giá lại các dịch bệnh truyền nhiễm theo quan điểm “vận mệnh chung của loài người” có ý nghĩa to lớn. Việc xây dựng các biện pháp phòng chống dịch và đánh giá ưu nhược điểm của các biện pháp khác nhau đã trở thành ưu tiên hàng đầu của các vấn đề y tế công cộng toàn cầu. Năm 2020 hội chứng hô hấp cấp tính nặng 2019 (COVID-19) có những triệu chứng không đặc trưng, từ không có triệu chứng đến viêm phổi nặng và gây tử vong, việc khó xác định bệnh nhân nhiễm bệnh kịp thời thông qua biểu hiện lâm sàng, và thời gian ủ bệnh khá dài (Mizumoto, Kagaya, Zarebski, & Chowell, 2020), khiến chúng ta rất khó phát hiện kịp thời người nhiễm mang virus. Dịch bệnh không giống với các thảm họa hiếm xảy ra như động đất, bão và lũ lụt, bởi thời gian ủ bệnh và khả năng lây nhiễm của dịch bệnh khiến chúng có nhiều khả năng gây ra sự lan truyền các thông tin không chính xác và tâm lý hoảng sợ.

### **3. Yếu tố không duy lý ảnh hưởng tới tình hình dịch bệnh**

#### **3.1. Mô hình trò chơi Bayes với thông tin không hoàn hảo và Thuyết nổi trội**

Trước khi dịch bệnh bùng phát, người ta thường phản ứng chưa đủ mạnh, đánh giá thấp khả năng xảy ra và mức độ nghiêm trọng của thảm họa, và sẵn sàng chấp nhận rủi ro cao độ (Erev & Barron, 2005). Điều này đã từng xảy ra trong các vụ dịch bệnh trước đây. Thí dụ, từ năm 2009-2010, virus H1N1 đã lây nhiễm cho hơn 60 triệu người ở Hoa Kỳ khiến 12.000 người đã thiệt mạng. Tuy nhiên, Hoa Kỳ cho rằng dịch cúm H1N1 không đủ giống lên hồi chuông cảnh báo ở giai đoạn đầu của vụ dịch. Sau khi dịch bùng phát, các phản ứng thái quá đã liên tục xuất hiện, gây tâm lý hoảng sợ và tạo nên các hành vi bầy đàn, chẳng hạn như làn sóng tranh mua hoảng loạn từng xảy ra trong thời kỳ dịch SARS năm 2003 và giai đoạn bùng phát dịch Covid-19 năm 2019.

Nhìn từ góc độ tài chính hành vi, sự tồn tại của các thiên lệch hành vi (Behavioral Biases) là nguyên nhân quan trọng dẫn đến phản ứng chưa đủ mạnh của người dân trong giai đoạn đầu của dịch bệnh và phản ứng thái quá sau khi dịch bùng phát. Các thiên lệch hành vi có thể được chia thành 2 loại (Pompian, 2011): Một, thiên lệch nhận thức (Cognitive Bias) là thiên lệch hành vi gây ra bởi các khiếm khuyết trong nhận thức cá nhân, bao gồm các hiệu ứng mỏ neo (Anchoring Effect) và thiên lệch dựa vào thông tin sẵn có (Availability Bias). Các thiên lệch nhận thức dễ sửa hơn bằng cách cải thiện môi trường thông tin và tăng cường khả năng nhận thức. Hai, thiên lệch cảm xúc (Emotional Bias), chủ yếu xuất phát từ sự bốc đồng hoặc trực giác của cá nhân, không phải phản ứng có ý thức của cá nhân, mà dựa trên cảm tính và cảm giác, khó thay đổi được. Dựa trên cách giải thích không đầy đủ của mô hình Bayes về cơ chế nhận thức của con người, phần

này sẽ phân tích các thiên lệch nhận thức chính đã xảy ra trong các trận dịch trước đó và vận dụng Thuyết nổi trội để tiến hành phân tích đối với các thiên lệch cảm xúc.

### **Thiên lệch nhận thức: Mô hình trò chơi Bayes với thông tin không hoàn hảo**

Đối mặt với những dịch bệnh chưa từng biết trước đây, người ta không có niềm tin chính xác liên quan đến chúng, Gao, Liu, and Shi (2020) thông qua mô hình Bayes với thông tin không hoàn hảo để mô phỏng quá trình tìm hiểu thông tin của người dân trong tình hình dịch bệnh. Mô hình như sau: Niềm tin ban đầu của cá nhân được đại diện bởi  $f$ , tuân theo phân phối chuẩn với giá trị trung bình là  $b_0$  và phương sai  $\sigma_0$ ;  $\epsilon_t$  đại diện cho thông tin mới mà cá nhân thu được tại thời điểm  $t$  và phân phối chuẩn tuân theo giá trị trung bình là 0, phương sai là  $\sigma_\epsilon$ . Niềm tin mới được hình thành bởi cá nhân tại thời điểm  $t$  là  $s_t = f + \epsilon_t$ . Giả sử  $b_t$  đại diện cho những kỳ vọng sau của một cá nhân có niềm tin ban đầu là  $f$  sau khi có được  $t$  lần thông tin mới. Theo quy tắc Bayes, chúng ta có thể nhận được:

$$b_t = b_{t-1} + g_t(s_t - b_{t-1}) \text{ với } g_t = \frac{1}{\frac{\sigma_\epsilon}{\sigma_0} + t} \quad (5)$$

Công thức (5) ở trên cho thấy niềm tin ban đầu và thông tin mới ảnh hưởng như thế nào đến những kỳ vọng sau này. Độ chính xác của niềm tin ban đầu của một cá nhân càng thấp, tức  $\sigma_0$  càng lớn, ảnh hưởng của thông tin mới đối với những kỳ vọng sau này của cá nhân càng lớn. Điều này cho thấy thông tin mới sẽ trở nên đặc biệt quan trọng khi đối mặt với mức độ không chắc chắn cao do các dịch bệnh chưa biết. Trong tài chính hành vi, hiệu ứng mỏ neo và sai số sẵn có sẽ được lần lượt bàn luận về ảnh hưởng của niềm tin ban đầu và sự sẵn có của thông tin đối với hành vi ra quyết định của cá nhân.

Hiệu ứng mỏ neo nghĩa là mọi người thường điều chỉnh ước tính của mình dựa trên thông tin ban đầu trong quá trình ra quyết định. Giá trị ban đầu cao có thể dễ dàng dẫn đến hiện tượng ước tính cao và ngược lại sẽ ước tính thấp. Mô hình trò chơi Bayes với thông tin không hoàn hảo cũng cho thấy kinh nghiệm cá nhân có ảnh hưởng quan trọng đến việc xử lý thông tin, thông tin sớm có ảnh hưởng lớn đối với niềm tin so với thông tin muộn hơn. Trong trường hợp cùng một thông tin thay đổi, khi  $t$  tăng lên, tác động của thông tin mới đối với kỳ vọng của cá nhân sẽ giảm dần. Hiệu ứng mỏ neo sẽ khiến người ta tránh đưa ra những phán đoán và lựa chọn cực đoan khi không chắc chắn, và họ có xu hướng bắt đầu điều chỉnh từng bước từ điểm neo.

Thiên vị sẵn có (Availability Bias) là hiện tượng người ta đưa ra quyết định dựa trên thông tin dễ dàng có sẵn do sự hạn chế về trí nhớ hoặc kiến thức của hiện tượng. Các yếu tố của sự kiện như mức độ phơi bày, những ghi nhớ có liên quan, cảm nhận về cảnh tượng nào đó đã thấy qua và những đánh giá của chuyên gia... đều ảnh hưởng đến những sự

phán đoán về xác suất xảy ra và mức độ nghiêm trọng của sự kiện đó (Botzen, Kunreuther, & Michel-Kerjan, 2015). Một khi thông tin mới xuất hiện trong tình hình dịch bệnh vượt quá mức dự kiến của cá nhân  $b_{t-1}$ , mức phán đoán của cá nhân sẽ được nâng lên đối với sự tiến triển của tình hình dịch bệnh. Ngược lại, khi thông tin mới thấp hơn mức kỳ vọng dự kiến của cá nhân, mức kỳ vọng của cá nhân đối với tình hình dịch bệnh sẽ hạ thấp xuống. Tuy nhiên, ở giai đoạn đầu của đợt dịch, do bị hạn chế bởi các yếu tố như nghiên cứu y tế và trình độ kỹ thuật, công tác trị liệu và truyền thông khó có thể cung cấp thông tin chính xác ngay lập tức. Theo mô hình trò chơi Bayes với thông tin không hoàn hảo khi thông tin mới có tính biến động  $\sigma_\epsilon$  càng lớn, tác động của  $b_t$  đối với kỳ vọng sau của cá nhân càng nhỏ. Do đó, thiên lệch dựa vào thông tin sẵn có sẽ khiến người ta khó phản ứng kịp thời và có xu hướng duy trì hiện trạng.

### **Thiên lệch cảm xúc: Thuyết nổi trội**

Yếu tố cảm xúc đưa ra được lời giải thích quan trọng cho phản ứng chưa đủ mạnh của con người trước khi dịch bùng phát và phản ứng thái quá sau khi dịch bùng phát. Nghiên cứu đã phát hiện ra rằng, cảm xúc ảnh hưởng đến sự quan tâm thông tin của con người, khiến cùng một thông tin dẫn đến các quyết định khác nhau. Người ta sẽ đánh giá mức độ ý nghĩa của thông tin bằng cách so sánh tình hình thực tế của thông tin và các điểm tham chiếu (reference point), rồi đưa ra quyết định dựa trên phần thông tin có mức nổi trội hơn. Các nghiên cứu đã có thường sử dụng mô hình kỳ vọng để tính toán giá trị ước tính làm điểm tham chiếu để tìm ra phần nổi trội của thông tin (Bordalo et al., 2012). Các nghiên cứu này cho thấy, người ta có xu hướng chú ý đến những thông tin tiêu cực khi cảm xúc xuống mức thấp, và có xu hướng chú ý đến thông tin tích cực khi cảm xúc dâng cao. Trước khi đại dịch bùng phát, tâm lý lạc quan dẫn đến việc lơ là bỏ qua thông tin về dịch và điều đó không đủ để trở thành những thông tin quan trọng để thay đổi việc ra quyết định của cá nhân. Giữa việc duy trì hiện trạng hay thay đổi, người ta có xu hướng lựa chọn duy trì hiện trạng, dẫn đến sự lệch lạc về trạng thái hiện tại, và vì sự lựa chọn này, họ đưa ra các đánh giá tiêu cực hơn đối với các phương án không được chọn. Khi bằng chứng mơ hồ, người ta sẽ có xu hướng tìm kiếm bằng chứng để hỗ trợ cho quan điểm của bản thân và chủ động bỏ qua các bằng chứng khác, để việc lựa chọn ban đầu có thể được duy trì trong một thời gian dài hơn. Sau khi dịch bùng phát, thông tin tiêu cực sẽ trở thành những thông tin tham chiếu, thông tin nổi bật, từ đó đưa đến những phản ứng thái quá.

Những thiếu sót trong việc quan tâm thông tin cũng gián tiếp khiến người ta rơi vào tự tin quá mức (Overconfidence). Sự tự tin quá mức chủ yếu bao gồm 2 loại: Một là đánh giá quá cao tính chính xác của thông tin cá nhân; hai là đánh giá quá cao năng lực bản thân. Nghiên cứu đã phát hiện ra rằng, mức độ không chắc chắn càng cao, con người càng

để thể hiện sự tự tin thái quá (Johnson & Fowler, 2011). Trong thị trường tài chính, sự tự tin thái quá là lý do quan trọng khiến nhà đầu tư giao dịch quá mức, chi phí giao dịch cao gây thiệt hại nghiêm trọng đến lợi nhuận của nhà đầu tư, và cũng là một trong những lý do dẫn đến bong bóng giá cổ phiếu. Trong giai đoạn đầu của dịch bệnh, mức độ nghiêm trọng của dịch chưa được nêu rõ, người ta dễ đánh giá quá cao độ chính xác của thông tin cá nhân và khả năng ứng phó của bản thân trước những thảm họa chưa biết, từ đó dẫn đến hiện tượng tự tin thái quá và phản ứng chưa kịp thời, hay chưa đủ mạnh.

### **3.2. Văn hóa khu vực: Chủ nghĩa tập thể và chủ nghĩa cá nhân**

Có sự khác biệt đáng kể trong hành vi của các cư dân có bối cảnh văn hóa khác nhau, điều này có ảnh hưởng quan trọng đến sự lây lan của virus, đồng thời cũng đặt ra các yêu cầu khác nhau trong công tác phòng chống dịch bệnh. Lấy chủ nghĩa tập thể và chủ nghĩa cá nhân làm thí dụ, văn hóa chủ nghĩa tập thể chú trọng lợi ích của tập thể, ủng hộ sự cống hiến và ổn định xã hội, còn văn hóa chủ nghĩa cá nhân chú trọng lợi ích cá nhân, theo đuổi tự do và thành tích cá nhân (Hofstede, 2001). Trong quá trình phòng chống dịch và kiểm soát các bệnh truyền nhiễm, việc tổ chức tốt hơn tại các vùng có văn hóa chủ nghĩa tập thể đã làm giảm đáng kể số lượng người tiềm ẩn. Trong khi Hoa Kỳ, Ý và Pháp là những vùng văn hóa tôn sùng chủ nghĩa cá nhân, hiệu quả của công tác kiểm soát và khống chế dịch bệnh không đạt được như mong đợi, chẳng những thế còn phải đối diện với những nguy cơ về mặt đạo đức. Eichenbaum (2020) xây dựng một mô hình dự báo vĩ mô dựa trên mô hình SIR, nhận thấy nếu người nhiễm bệnh không hoàn toàn gánh chịu hậu quả do chính họ đưa ra quyết định, tình hình phòng chống dịch sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào tính nhân văn - đạo đức của cá nhân. Do đó, trong thời kỳ dịch bệnh lây lan, văn hóa chủ nghĩa cá nhân có thể trở thành trở ngại cho việc phòng và chống dịch, rủi ro đạo đức cá nhân sẽ ảnh hưởng đến một lượng lớn người dân bình thường và nhân viên y tế; việc cá nhân che giấu khai báo hay khai gian dối và đánh giá thấp rủi ro sẽ làm tăng nguy cơ ảnh hưởng sức khỏe người khác.

### **4. Ảnh hưởng trực tiếp và gián tiếp của dịch bệnh**

Tình hình dịch bệnh có thể ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh tế - tài chính do các yếu tố khách quan, và cũng có thể tạo nên cú sốc gián tiếp do phản ứng duy lý hoặc không duy lý của chủ thể chính sách. Bài viết giả định rằng các yếu tố khác không thay đổi, để quan sát tác động của dịch đối với các hoạt động kinh tế - tài chính theo góc nhìn khách quan, và xem đó là nghiên cứu tác động trực tiếp. Sau đó sẽ nói lòng các giả định, từ góc độ hành vi thảo luận tình hình dịch bệnh thông qua các kênh trung gian như cảm xúc hoảng loạn, niềm tin cá nhân để nghiên cứu tác động đối với các hoạt động kinh tế - tài chính, xem đó là nghiên cứu tác động gián tiếp.

#### 4.1. Tác động trực tiếp

Đã có những nghiên cứu thảo luận sâu rộng về tác động của dịch bệnh đối với sự phát triển kinh tế và chủ yếu tập trung vào 2 khía cạnh:

- Thứ nhất, đo lường những thiệt hại kinh tế trực tiếp do dịch bệnh gây ra. Thí dụ, người ta ước tính rằng thiệt hại do SARS gây ra cho Trung Quốc vào năm 2003 khoảng 0,5% GDP của Trung Quốc trong năm đó, và gây thiệt hại trên phạm vi toàn cầu khoảng 30-100 tỷ USD (Keogh-Brown & Smith, 2008). Sidorenko (2006) cho rằng, dịch bệnh chủ yếu ảnh hưởng đến nền kinh tế vĩ mô thông qua 4 kênh: nguồn cung lao động, chi phí kinh doanh, sở thích của người tiêu dùng và xếp hạng rủi ro quốc gia; sử dụng phân tích mô hình G-Cubed cho thấy dịch cúm H3N2 năm 1968 đã làm giảm GDP toàn cầu khoảng 0,8%. Weng (2020) đã sử dụng dữ liệu về số người chết do đại dịch năm 1918 và chiến tranh thế giới thứ nhất để suy ra rằng thiệt hại kinh tế do các dịch bệnh gây ra thường chiếm khoảng 6-8% GDP của quốc gia. Ngoài ra, tỷ lệ tử vong do cúm cao hơn cũng sẽ làm giảm lượng tỷ suất sinh lợi thực tế của cổ phiếu và trái phiếu chính phủ ngắn hạn...
- Thứ hai, đánh giá tác động không đồng nhất của dịch bệnh đối với các nền kinh tế khác nhau. Dịch bệnh gây ra những cú sốc khác nhau đối với những doanh nghiệp có ngành nghề khác nhau, mô hình bán hàng khác nhau. Thí dụ, Sung (2017) nhận thấy sau khi bùng phát MERS, doanh số bán hàng ngoại tuyến của các sản phẩm điện tử Hàn Quốc đã giảm 7,9%, nhưng doanh số bán hàng trực tuyến lại tăng 7,03%; doanh số bán hàng ngoại tuyến của các sản phẩm thời trang, túi xách trung - cao cấp giảm rõ rệt, nhưng doanh số bán hàng trực tuyến không thay đổi; doanh số bán hàng trực tuyến các mặt hàng thiết yếu hàng ngày tăng nhẹ và doanh số bán hàng ngoại tuyến giảm nhẹ. Beutels et al. (2009) nhận thấy dưới tác động của đại dịch SARS, hầu hết hoạt động kinh tế ở Bắc Kinh chỉ bị ngưng trệ, riêng ngành du lịch bị thiệt hại không thể bù đắp khoảng 1,4 tỷ USD...

#### 4.2. Tác động gián tiếp

Ngoài việc tấn công trực tiếp vào nền kinh tế - tài chính, dịch bệnh còn có thể tác động sâu sắc đến xã hội loài người thông qua các yếu tố không duy lý. Trong ngắn hạn, dịch bệnh có thể gây ra tâm lý hoảng loạn và hành vi bầy đàn, từ đó ảnh hưởng đến sự ổn định xã hội, phá hủy mối quan hệ tin cậy xã hội, làm sâu sắc thêm khoảng cách giữa con người với nhau. Về lâu dài, những thay đổi trong nhận thức của con người, cùng với mối liên hệ giữa cảm xúc và ký ức, có thể khiến những trải nghiệm về dịch bệnh sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến thái độ rủi ro cá nhân. Bên cạnh đó, những niềm tin khác biệt mọi người đã hình thành khi trải qua thời kỳ đại dịch cũng sẽ có tác động sâu sắc đến việc quản lý dòng

tiền của doanh nghiệp, sự tham gia thị trường vốn của nhà đầu tư, và các kỳ vọng xã hội - kinh tế.

### **Cảm xúc hoang mang và hành vi bầy đàn**

Về cơ bản dịch bệnh thường có thể được kiểm soát hiệu quả dưới sự chung sức của mọi người và thiệt hại gây ra sẽ được hạn chế, trong khi tin đồn và cảm xúc hoang mang có thể gây ra thiệt hại gián tiếp khó ước tính. Tai and Sun (2011) đã phân tích tình trạng tin đồn ở Trung Quốc trong thời kỳ dịch SARS năm 2003, nhận thấy các tin đồn thất thiệt ở những khu vực có dịch bệnh nghiêm trọng đã trở nên thường xuyên hơn và chúng đã khơi mào tạo ra phản ứng dây chuyền, dẫn tới những hành vi bầy đàn như tranh nhau mua hàng tích trữ, ảnh hưởng đến sự vận hành bình thường của xã hội.

Trong thời gian xảy ra dịch bệnh, các yếu tố như tỷ lệ tử vong, tin tức từ các báo đài truyền thông, diễn biến dịch bệnh... sẽ ảnh hưởng đến cảm xúc của nhà đầu tư, dẫn đến hành vi bầy đàn không chủ ý. Donadelli, Kizys, and Riedel (2017) phát hiện ra rằng sau khi dịch SARS và H1N1 bùng phát, dân chúng bị ảnh hưởng bởi cảm xúc và tin rằng các công ty dược phẩm có thể thu lợi từ dịch bệnh, dẫn đến hành vi bầy đàn là tranh mua cổ phiếu của các công ty dược phẩm, không cần cân nhắc xem việc nghiên cứu thuốc men và vaccine có độ khó như thế nào, cũng như xác suất thành công trong việc bào chế các loại dược phẩm đó.

Xét thấy cơ chế lan truyền các tin đồn trên mạng và cơ chế lây nhiễm dịch bệnh có tính chất tương tự nhau, do đó mô hình bệnh truyền nhiễm được áp dụng để mô phỏng quá trình lan truyền tin đồn và gây cảm xúc hoang mang. Shiller (2017) đã sử dụng xác suất lây bệnh trong mô hình SIR để thảo luận về xác suất khi mọi người nhận được thông tin và lan truyền thông tin đó trong quá trình phổ biến thông tin. Tuy nhiên, nhận thấy trong quá trình phổ biến lan truyền thông tin, không phải tất cả cá nhân nhận được thông tin đều sẵn sàng tin tưởng và hành động theo thông tin đó. Theo Bauckhage (2011), khi áp dụng mô hình SEIR để tiến hành phân tích đối với các tin đồn, cảm xúc hoang mang và hành vi bầy đàn phát sinh từ tin đồn, có thể chia đám đông bầy đàn thành 4 nhóm sau: Thứ nhất, nhóm không biết (người dễ nhiễm), đây là những người chưa nhận được thông tin tin đồn; thứ 2, nhóm hoảng loạn (người tiềm ẩn), là những người đã nghe về tin đồn và làm nảy sinh cảm xúc hoảng loạn, nhưng chưa tham gia các hành vi bầy đàn như tranh mua; thứ 3, nhóm hành động (người bị nhiễm), sự hoảng loạn đã ảnh hưởng đến hành vi ra quyết định của họ và bắt đầu tham gia hành vi bầy đàn là tranh mua; thứ 4, nhóm thoái rút (người phục hồi), là những cá nhân đã nhìn thấu tin đồn hoặc đã hoàn thành hành vi tranh mua. Các nghiên cứu đã phát hiện ra rằng sự lan truyền của tin đồn và cảm xúc hoang mang trên mạng xã hội rất giống với cơ chế lây nhiễm của các dịch bệnh truyền

nhiệm, cũng đều tùy thuộc vào yếu tố số lượng người tiếp xúc trong nhóm hành động với nhóm hoảng loạn, cơ quan chức năng bác bỏ tin đồn và tốc độ lan truyền tin đồn, nếu không được kiểm soát, tin đồn sẽ gây ra sự hoảng loạn trong khoảng thời gian ngắn và dẫn đến đỉnh điểm của hành vi bầy đàn.

### **Khủng hoảng niềm tin xã hội**

Niềm tin chung trong xã hội (Generalized Trust) dùng để chỉ mối quan hệ tin cậy giữa những người xa lạ với nhau, dưới tác động của quá trình xử lý thông tin và yếu tố tình cảm, sự không chắc chắn sẽ phá hủy niềm tin chung, từ đó ảnh hưởng sâu sắc và lâu dài lên niềm tin của người tiêu dùng và sự hợp tác giữa các doanh nghiệp với nhau. Niềm tin chung xã hội dễ bị tác động mạnh trong tình hình dịch bệnh. Những thông tin bị quan tiêu cực, như số lượng ca nhiễm được chẩn đoán xác định, số người tử vong và phong tỏa thành phố... tại những vùng dịch bị ảnh hưởng nặng nề sẽ trở thành sự tương phản nổi trội so với điều kiện sống bình thường của người dân, các mối quan hệ tin cậy đặc biệt về sự quen biết, cùng với các mối quan hệ tin cậy được xây dựng với những người xa lạ chắc chắn phải đối mặt với rủi ro cao hơn. Việc phân tích các vấn đề về niềm tin xã hội trong thời kỳ dịch SARS bùng phát tại Trung Quốc, bàn về hiện tượng thất tín của các doanh nghiệp và sự thiếu liêm chính của cá nhân, nhận thấy tính minh bạch về thông tin dịch bệnh có liên quan chặt chẽ với niềm tin xã hội và tính hiệu quả của các chính sách được thực thi. Những phản ứng thái quá do khủng hoảng niềm tin xã hội gây ra được thể hiện dưới nhiều hình thức, bao gồm việc phá hủy các thiết chế công cộng, chèn ép nhân viên y tế. Việc công bố kịp thời các thông tin như giá cả các nguyên vật liệu thiết yếu, diễn biến theo thời gian thực của dịch bệnh, tình hình lưu chuyển giao thông hàng hóa, có thể giúp giảm thiểu sự bất trắc, giảm thiểu được tác động của dịch bệnh đối với niềm tin chung xã hội, giúp tăng niềm tin của người dân dành cho chính phủ (Snyder et al., 2010).

### **Thay đổi thái độ rủi ro**

Nói một cách khái quát, mọi người đều ghét rủi ro và sự không chắc chắn, nhưng tâm trạng tốt có thể làm tăng khả năng chịu đựng của con người đối với rủi ro và sự không chắc chắn, còn tâm trạng xấu sẽ làm giảm khả năng chịu đựng rủi ro của con người. Nghiên cứu đã chỉ ra rằng những trải nghiệm về thảm họa hiếm xảy ra sẽ ảnh hưởng đến cảm xúc cá nhân trong thời gian dài và làm thay đổi thái độ rủi ro của cá nhân đó. Gennaro Bernile (2017) phát hiện ra rằng trong vòng 3 năm sau khi thảm họa bùng phát, nhà quản lý quỹ vẫn duy trì đầu tư thận trọng. Một nghiên cứu của Gao et al. (2020) cho thấy, những người từng trải qua trận động đất đáng sợ có số tử vong cao sẽ khiến họ mua nhiều bảo hiểm hơn, trong khi những người từng trải qua trận động đất với thương vong ít hơn, sẽ ít mua bảo hiểm hơn, và sẽ tích cực hơn trong việc đầu tư vào thị trường chứng khoán.



## **Niềm tin không đồng nhất**

Những trải nghiệm về dịch bệnh có thể ảnh hưởng đến tâm lý và hành vi của con người trong thời gian dài và tác động sâu sắc đến sự phát triển xã hội. Hãy cứ thử bàn về việc xử lý thông tin, những trải nghiệm về dịch bệnh sẽ khuếch đại sự khác biệt trong niềm tin cá nhân. Trong mô hình trò chơi Bayes với thông tin không hoàn hảo, các cá nhân tự cập nhật niềm tin của họ thông qua những thông tin mới họ tiếp xúc và hình thành các kỳ vọng sau. Tuy nhiên, tình hình diễn tiến dịch bệnh ở các vùng khác nhau thường sẽ rất khác nhau, mọi người sẽ có những trải nghiệm khác nhau trong cùng một thảm họa và họ sẽ căn cứ vào “mẫu nhỏ” trải nghiệm của bản thân để làm tiêu chuẩn phán đoán cho “mẫu lớn” trong tương lai, điều này sẽ có ảnh hưởng quan trọng đến hành vi và việc ra quyết định trong tương lai. Thí dụ, Bernile et al. (2014) đã phát hiện ra rằng, sau khi trải qua thiên tai với tổn thất lớn, các doanh nhân sẽ trở nên ngại rủi ro hơn, họ sẽ cắt giảm các khoản nợ phải trả của công ty và tăng dự trữ tiền mặt. Nhưng nếu thiên tai không gây ra thiệt hại lớn, các trải nghiệm có được sẽ thúc đẩy các doanh nhân dám chấp nhận nhiều rủi ro hơn trong đầu tư. Đồng thời, sự khác biệt về mặt cảm nhận đối với những điều không chắc chắn của mỗi con người cũng sẽ dẫn đến sự không đồng nhất trong niềm tin hoặc hành vi.

## **5. Chính sách quản lý dịch bệnh và kết luận**

### **5.1. Chính sách quản lý dịch bệnh**

Về chính sách quản lý dịch bệnh, chúng ta nên bắt đầu từ cả yếu tố xử lý thông tin và cảm tính, để xây dựng nên các chính sách quản lý dịch trên cơ sở hiểu biết sâu sắc về cơ chế hành vi của từng cá nhân.

#### **Thông qua việc công bố thông tin, định hướng các cá nhân hình thành niềm tin đúng đắn:**

Trước tiên, khi đối mặt với các sự kiện có xác suất xảy ra nhỏ nhưng thiệt hại rất lớn, chúng ta nên đặc biệt chú ý đến tính chính xác của các kết luận ban đầu, đề phòng ảnh hưởng csự tự tin quá mức và sự thành kiến, để ngăn chặn sự hình thành những niềm tin sơ khởi sai lầm, dẫn đến phản ứng chưa đủ mạnh. Thứ 2, thông tin về thảm họa cần được công bố kịp thời và chính xác để giảm thiểu các tác động của những tin đồn mang thông tin mơ hồ đối với công chúng. Công bố kịp thời các thông tin như giá nguyên vật liệu thiết yếu, cập nhật thời gian tình hình giải cứu thảm họa, giao thông vận tải hàng hóa... có thể giúp giảm thiểu tính chất bất ổn một cách hiệu quả, giảm thiểu mức độ phản ứng thái quá của người dân, của doanh nghiệp và của cả ngành tài chính, từ đó nâng cao được niềm tin và sự ủng hộ của công chúng.

### **Ứng phó với những hành vi bầy đàn có chủ ý:**

Đối với các hành vi có chủ ý, chúng ta cần gia tăng tính minh bạch của thông tin và nâng cao tính chính xác của thông tin ban đầu. Như vậy có thể làm giảm ảnh hưởng của hiệu ứng mỏ neo và thiên lệch dựa vào thông tin sẵn có đối với lòng tin cá nhân và các chính sách.

### **Giảm thiểu các hành vi bầy đàn không chủ ý:**

Về hành vi không chủ ý được dẫn dắt bởi các yếu tố cảm xúc, Thuyết nổi trội chỉ ra rằng việc điều chỉnh điểm tham chiếu và thiết lập hình ảnh trực diện, là những cách hợp lý để ngăn chặn cảm xúc hoảng sợ và hành vi bầy đàn. Về việc điều chỉnh điểm tham chiếu, chẳng hạn như phổ biến những thông tin diễn biến quá trình dịch bệnh đã qua, sẽ có lợi trong việc giúp công chúng điều chỉnh điểm tham chiếu của tình hình dịch bệnh hiện có từ thời kỳ sinh hoạt bình thường sang thời kỳ dịch bệnh. Điều đó sẽ giúp gia tăng mức độ hiểu biết và phối hợp của công chúng đối với công tác phòng chống dịch, cũng như làm suy yếu tâm lý hoảng sợ của công chúng. Đây là cách thức hiệu quả trong việc làm chuyển hướng sự chú ý và khôi phục niềm tin của công chúng.

### **Chú ý những tác động dài hạn và ngắn hạn của trải nghiệm cảm xúc đối với sở thích rủi ro cá nhân:**

Cảm xúc sẽ ảnh hưởng đến thái độ rủi ro của cá nhân và dẫn đến hành vi của cá nhân. Trong thời gian có dịch, cần đặc biệt lưu tâm đến việc quản lý cảm xúc của cư dân. Cần chú ý đến cảm xúc bi quan làm gia tăng tâm lý sợ rủi ro, tránh để cảm xúc sợ rủi ro làm ảnh hưởng đến các hoạt động kinh tế bình thường, chẳng hạn việc doanh nghiệp tăng quá mức dự trữ tiền mặt, gia tăng mua bảo hiểm của người dân... Ngoài ra, chúng ta cũng phải chú ý đến sự gia tăng về sở thích rủi ro trên nền tảng tâm lý lạc quan, để công chúng có ý thức tự giác duy trì các biện pháp bảo vệ an toàn cần thiết trong thời gian có dịch.

## **5.2. Kết luận**

Đa số thảm họa hiếm xảy ra đều không mang tính tiềm ẩn, tính lây nhiễm và tính toàn cầu như dịch bệnh truyền nhiễm. Tính chất không chắc chắn của thông tin và tâm lý hoang mang khi xảy ra dịch bệnh, đã gây nên những thiệt hại cao hơn thiệt hại do chính dịch bệnh mang lại. Bài viết dựa trên các đặc điểm của dịch bệnh truyền nhiễm và các mô hình bệnh truyền nhiễm y tế, để lần lượt cùng thảo luận các yếu tố không duy lý ảnh hưởng đến tình hình dịch bệnh, xem xét toàn diện những tác động trực tiếp và gián tiếp do dịch bệnh gây ra, đồng thời nêu ra các ý tưởng và đề xuất chính sách để ứng phó và quản lý đối với các biến cố tương tự trong tương lai.

**Thứ nhất, về nguyên nhân:** Thiên lệch nhận thức cản trở việc xử lý thông tin của mọi người, gây ra phản ứng chưa đủ mạnh và phản ứng quá mức. Mô hình trò chơi Bayes

với thông tin không hoàn hảo chỉ ra rằng việc cải thiện môi trường thông tin có thể giúp người ta hình thành nên các niềm tin chính xác, giảm thiểu được các hành vi bầy đàn có chủ ý. Các yếu tố cảm xúc có sức thuyết phục trong việc lý giải các lệch lạc về cảm xúc xuất hiện trong thời kỳ dịch bệnh như sự tự tin quá mức, sự thành kiến. Thuyết nổi trội cho thấy, việc điều chỉnh điểm tham chiếu và thiết lập hình ảnh tích cực có thể làm thay đổi mức độ nổi bật của thông tin và ngăn chặn các hành vi bầy đàn có chủ ý.

**Thứ 2, về ảnh hưởng của dịch bệnh:** Các nghiên cứu hiện có đã phân tích tác động của dịch bệnh đối với các hoạt động kinh tế dựa trên những thiệt hại về kinh tế và các cú sốc không đồng nhất, đồng thời xem xét sự biến động của thị trường tài chính từ khía cạnh phản ứng chưa đủ mạnh, phản ứng thái quá và các mô hình định giá. Tuy nhiên, vẫn còn có rất ít nghiên cứu thảo luận sâu về tác động gián tiếp của việc dịch bệnh truyền nhiễm, và vai trò của các phản ứng duy lý hoặc không duy lý.

**Thứ ba, về định hướng nghiên cứu trong tương lai và quản lý tình hình dịch bệnh:** Sự phong phú của dữ liệu vĩ mô và vi mô cùng với sự phát triển của công nghệ phân tích sẽ nhanh chóng thúc đẩy nghiên cứu thực nghiệm và các chính sách liên quan; các kiến thức và mô hình chuyên môn trong lĩnh vực y học sẽ cung cấp các dữ liệu càng ngày càng đáng tin cậy hơn cho công tác dự đoán tầm vĩ mô và vi mô, giúp chúng ta cùng nhau hiểu rõ được hành vi của con người đối với dịch bệnh, để đưa ra được các dự đoán chính xác hơn và quản lý hiệu quả hơn đối với các sự kiện tương tự trong tương lai.

### **Tài liệu tham khảo:**

- Almond, D., & Mazumder, B. (2005). The 1918 Influenza Pandemic and Subsequent Health Outcomes: An Analysis of SIPP Data. *Am Econ Rev*, 95(2), 258-262.
- Bauckhage, C. (2011). Insights into Internet Memes. Paper presented at the ICWSM.
- Bernile, G., Bhagwat, V., & Rau, P. (2014). What Doesn't Kill You Will Only Make You More Risk-Loving: Early-Life Disasters and CEO Behavior. *SSRN Electronic Journal*.
- Beutels, P., Jia, N., Zhou, Q. Y., Smith, R., Cao, W. C., & de Vlas, S. J. (2009). The economic impact of SARS in Beijing, China. *Trop Med Int Health*, 14 Suppl 1, 85-91.
- Blendon, R. J., Benson, J. M., DesRoches, C. M., Raleigh, E., & Taylor-Clark, K. (2004). The public's response to severe acute respiratory syndrome in Toronto and the United States. *Clinical infectious diseases : an official publication of the Infectious Diseases Society of America*, 38(7), 925-931.
- Bordalo, P., Gennaioli, N., & Shleifer, A. (2012). Salience Theory of Choice Under Risk. *The Quarterly Journal of Economics*, 127(3), 1243-1285.
- Botzen, W., Kunreuther, H., & Michel-Kerjan, E. (2015). Divergence between individual perceptions and objective indicators of tail risks: Evidence from floodplain residents in New York City. *Judgment and Decision Making*, 10(4), 365-385.

- Dessaint, O., & Matray, A. (2017). Do managers overreact to salient risks? Evidence from hurricane strikes. *Journal of Financial Economics*, 126(1), 97-121.
- Donadelli, M., Kizys, R., & Riedel, M. (2017). Dangerous infectious diseases: Bad news for Main Street, good news for Wall Street? *Journal of Financial Markets*, 35, 84-103.
- Eichenbaum, M. (2020). *The Macroeconomics of Epidemics*. NBER Working Papers 26882, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Erev, I., & Barron, G. (2005). On adaptation, maximization, and reinforcement learning among cognitive strategies. *Psychol Rev*, 112(4), 912-931.
- Gallagher, J. (2014). Learning about an Infrequent Event: Evidence from Flood Insurance Take-Up in the United States. *American Economic Journal Applied Economics*, 6(3), 206-233.
- Gao, M., Liu, Y.-J., & Shi, Y. (2020). Do People Feel Less at Risk? Evidence from Disaster Experience. *Journal of Financial Economics*, 138(3), 866-888.
- Gennaro Bernile, V. B., Ambrus Kecskés, Phuong Anh Nguyen. (2017). Are the risk attitudes of professional investors affected by personal catastrophic experiences? *Financial Management*. <https://doi.org/10.1111/fima.12328>.
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2013). The Determinants of Attitudes toward Strategic Default on Mortgages. *Journal of Finance*, 68, 1473-1515.
- Hofstede, G. (2001). *Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions and Organizations Across Nations* (Vol. 41).
- Jackson, E. L. (1981). Response to Earthquake Hazard: The West Coast of North America. *Environment and Behavior*, 13(4), 387-416.
- Johnson, D. D. P., & Fowler, J. H. (2011). The evolution of overconfidence. *Nature*, 477(7364), 317-320.
- Keogh-Brown, M. R., & Smith, R. D. (2008). The economic impact of SARS: How does the reality match the predictions? *Health Policy*, 88(1), 110-120.
- KnÜPfer, S., Rantapuska, E., & SarvimÄKi, M. (2016). Formative Experiences and Portfolio Choice: Evidence from the Finnish Great Depression. *The journal of finance*, 72.
- Lee, J.-W., & McKibbin, W. (2004). Globalization and disease: The case of SARS. *Asian Economic Papers*, 3, 113-131.
- Mizumoto, K., Kagaya, K., Zarebski, A., & Chowell, G. (2020). Estimating the asymptomatic proportion of coronavirus disease 2019 (COVID-19) cases on board the Diamond Princess cruise ship, Yokohama, Japan, 2020. *Euro Surveill*, 25(10).
- Pompian, M. M. (2011). *Behavioral Finance and Wealth Management* (second Ed.): second edi, wiley finance.
- Rietz, T. A. (1988). The equity risk premium a solution. *Journal of Monetary Economics*, 22(1), 117-131.
- Shiller, R. J. (2017). *Narrative Economics*. Working Paper Series, 23075.

- Sidorenko, W. M. a. A. (2006). Global Macroeconomic Consequences of Pandemic Influenza. CAMA Working Papers, Centre for Applied Macroeconomic Analysis, Crawford School of Public Policy, The Australian National University.
- Snyder, J., xa, M, Str, xf, & mberg, D. (2010). Press Coverage and Political Accountability. *Journal of Political Economy*, 118(2), 355-408.
- Sung, E. J. H. (2017). The Influence of the Middle East Respiratory Syndrome Outbreak on Online and Offline Markets for Retail Sales. *Sustainability*, MDPI, Open Access Journal, vol. 9(3), pages 1-23, March.
- Tai, Z., & Sun, T. (2011). The rumouring of SARS during the 2003 epidemic in China. *Sociol Health Illn*, 33(5), 677-693.
- Weng, R. J. B. J. F. U. J. (2020). The Coronavirus and the Great Influenza Pandemic: Lessons from the “Spanish Flu” for the Coronavirus’s Potential Effects on Mortality and Economic Activity. NBER Working Papers 26866, National Bureau of Economic Research, Inc.

## 20.

# MỐI QUAN HỆ ĐỘNG CỦA ĐẠI DỊCH COVID-19 ĐẾN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM VÀ THẾ GIỚI.

Nguyễn Thị Liên Hoa\*

Lê Vũ\*

### Tóm tắt

Đại dịch COVID-19 là chủ đề thời sự trong nửa năm qua, xuất hiện vào cuối năm 2019 ở Trung Quốc, đóng vai trò là tâm chấn ban đầu của cú sốc (Corbet và các cộng sự, 2020), nhanh chóng lây nhiễm ra thế giới và gây ra những hậu quả sâu rộng kinh tế và xã hội. Một số nghiên cứu về tác động của đại dịch này đến các thị trường tài chính đã được thực hiện, nhưng chủ yếu tập trung vào các thị trường lớn và đa số thực hiện trong nửa đầu năm 2020. Tại Việt Nam, do dữ liệu nghiên cứu bị hạn chế, dù có vài tài liệu nghiên cứu về vấn đề này nhưng chủ yếu dừng lại ở phân tích định tính. Do vậy, bằng cách sử dụng các mô hình họ GARCH, chúng tôi thực hiện bài nghiên cứu này với mục đích tập trung vào mối quan hệ động của đại dịch COVID-19 với thị trường tài chính của các quốc gia và tìm kiếm sự khác biệt giữa Việt Nam và 4 thị trường chứng khoán tiêu biểu của 4 châu lục, gồm: Mỹ, Nhật Bản, Đức và Australia. Kết quả thực nghiệm chỉ rõ: tồn tại những điểm chung giữa các đối tượng nghiên cứu trên như biến động cụm, hiệu ứng đồn bầy... Tuy nhiên, có những khác biệt nhất định, như Việt Nam là quốc gia duy nhất vẫn duy trì phần bù rủi ro, cho thấy bức tranh mới về các thị trường mới nổi có thể là điểm sáng, ngay cả khi cú shock lớn do dịch bệnh gây ra. Bài báo cũng đóng góp bằng chứng cho thấy tác động đáng kể của COVID-19: làm tăng, kéo dài sự biến động và sụt giảm lợi nhuận của thị trường tài chính. Đồng thời, chứng minh tài sản ngành năng lượng, cụ thể là dầu Brent không phải là nơi trú ẩn an toàn lý tưởng cho danh mục đầu tư khi thị trường đi xuống.

**Từ khóa:** COVID-19, Mô hình GARCH, thị trường chứng khoán, độ bất ổn bất đối xứng.

---

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: hoatcdn@ueh.edu.vn

## 1. Giới thiệu

Sự leo thang không ngừng của đại dịch COVID-19 cho chúng ta thấy một khía cạnh của thế giới mong manh và dễ bị tổn thương trước những rủi ro hệ thống không thể lường trước được. Tính đến ngày 11-10-2020, có 37.109.851 ca xác nhận nhiễm bệnh và 1.070.355 ca tử vong trên thế giới (World Health Organization, 2020). Chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones (DJIA) vẫn chưa hồi phục lại mức cũ kể từ ngày 31-12-2019, đỉnh điểm ghi nhận mức sụt giảm tới 35% (World Economic Forum, 2020). Nhật Bản đã trải qua mức giảm hơn 20% từ mức đỉnh cuối năm trước (Bloomberg, 2020). TSE100- chỉ số chính của Vương quốc Anh có quý tồi tệ nhất kể từ năm 1987, ghi nhận mức giảm 24,80% (The Guardian, 2020). Các ngân hàng trung ương, các cơ quan chính phủ và các tổ chức đa phương đã tham gia một loạt can thiệp vào thị trường tài chính để kích thích các nền kinh tế.

IMF dự đoán sự gia tăng vay mượn của các chính phủ trên toàn cầu sẽ tăng từ 3,7% tổng sản phẩm quốc nội (GDP) toàn cầu năm 2019 lên 9,9% vào năm 2020 (Congressional Research Service 2020, page 1). Một số dự báo cho thấy dịch bệnh lần này thậm chí còn tồi tệ hơn cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới năm 2008. Tổng Giám đốc Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) Roberto Azevedo, cho biết: “Suy thoái kinh tế và mất việc làm do COVID-19 sẽ nghiêm trọng hơn suy thoái kinh tế gây ra bởi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008”. Hoặc nhà kinh tế hàng đầu thế giới Nouriel Roubini phát biểu: “Trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, phải mất khoảng 3 năm cho đến khi sản lượng giảm mạnh và lần này trong 3 tuần, tất cả lĩnh vực đều rơi tự do”.

Điều này càng được khẳng định qua các nghiên cứu gần đây. Rizwan và các cộng sự (2020) đã chứng minh gia tăng rủi ro hệ thống ở 8 quốc gia bị ảnh hưởng bởi COVID-19. Topcu và Gulal (2020) xác nhận tác động tiêu cực của dịch bệnh cao nhất ở châu Á và các thị trường mới nổi, thấp nhất ở châu Âu. McKibbin và Fernando (2020) cho thấy dịch COVID-19 đang ảnh hưởng như thế nào đến nền kinh tế trên toàn thế giới. Ashraf (2020) chứng kiến lợi nhuận thị trường chứng khoán ở hầu hết trong 64 quốc gia nhanh chóng phản ứng tiêu cực (giảm) với mỗi trường hợp COVID-19 tăng thêm, đặc biệt trong những ngày đầu của dịch bệnh. Choi (2020) cũng nhận định tác động của dịch COVID-19 đối với nền kinh tế công nghiệp lớn hơn tác động của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đối với tất cả lĩnh vực.

Trước đó là đợt dịch EBOLA: Del Giudice và các cộng sự (2017) đã cung cấp một số hiểu biết quan trọng về EBOLA và hiệu ứng Mùa xuân Ả Rập đã ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận thị trường. Các nhà đầu tư bán lẻ đã phản ứng thái quá bằng cách vội vã rút tiền khỏi các quỹ tương hỗ, một phần vì số lượng dày đặc của tin tức về 2 sự kiện trên các

phương tiện truyền thông. Ichev và các cộng sự (2018) cho rằng các công ty có vị trí địa lý càng gần với dịch EBOLA (các nước Tây Phi và Mỹ), giá cổ phiếu càng bị ảnh hưởng bởi tin xấu về dịch bệnh, đặc biệt các công ty nhỏ và các ngành công nghiệp đặc thù. Những nghiên cứu trên đã góp phần gia tăng nhận thức tầm quan trọng của khủng hoảng phi kinh tế hay các yếu tố phi kinh tế, thứ thường được coi là có ít tác động đến nền kinh tế hơn là các yếu tố kinh tế thuần túy.

Tuy nhiên, thị trường Việt Nam rất khác so với các nước bị ảnh hưởng nặng nề bởi đại dịch như Trung Quốc hay nhóm nước G7, nơi các học giả tập trung nghiên cứu. Cụ thể, Việt Nam chỉ có 1.124 ca nhiễm và 35 ca tử vong (World Health Organization, 2020), với khoảng một nửa số ca mắc từ các chuyến bay ở nước ngoài và các ca tử vong mới xuất hiện ở đợt bùng phát dịch lần 2. GDP Việt Nam được dự báo ở mức +2,7%, trong khi tỷ lệ tăng trưởng kinh tế toàn cầu được dự báo giảm xuống mức -3% cho năm 2020 (IMF, 2020). Do đó, chúng tôi quyết định thực hiện nghiên cứu tác động của COVID-19 đối với biến động và tỷ suất sinh lợi (TSLN) của thị trường tài chính Việt Nam, cũng như xem xét sự tồn tại của các hiệu ứng hay nhận định loại tài sản nào là nơi trú ẩn an toàn trong giai đoạn này.

## **2. Tổng quan các nghiên cứu trước đây**

### **2.1 Các nghiên cứu trên thế giới**

Trên cơ sở 2 mô hình ARCH và GARCH, các nhà nghiên cứu nhận thấy hiện tượng biến động bất đối xứng trong chuỗi thời gian tài chính, khi các tin tức xấu gây ra biến động lớn hơn so với các tin tức tốt. Ở India, Karmakar (2007) chứng minh sự tồn tại hiệu ứng đòn bẩy và phương sai bất đối xứng ở thị trường chứng khoán Ấn Độ; đồng thời cho rằng mô hình GARCH(1,1) model và GARCH-M là phù hợp nhất để dự báo biến động thị trường. Engle and Ng (1993) nhận thấy thị trường chứng khoán Nhật Bản thực sự tồn tại tính bất đối xứng với phương sai có điều kiện của mô hình EGARCH thường lớn hơn các mô hình khác.

Brooks và cộng sự (2000) đã chọn 10 thị trường chứng khoán điển hình và cho thấy mô hình PARCH phù hợp với hầu hết quốc gia khi phân tích biến động tỷ suất lợi nhuận cổ phiếu và hiệu ứng bất đối xứng. Siourounis (2002) phát hiện cú shock âm gây nên biến động bất đối xứng với tỷ suất lợi nhuận các cổ phiếu thị trường chứng khoán Athens bằng các mô hình họ GARCH. Najand (2002) phân tích sự biến động chỉ số S&P500, nhận thấy đôi khi các mô hình biến động bất đối xứng EGARCH và TARARCH phù hợp hơn mô hình biến động đối xứng GARCH và GARCH-M. Hung (2009) và Girard và Biswas (2007), cũng tin rằng các mô hình bất đối xứng họ GARCH hiệu quả hơn để đo lường cú shock thị trường. Guidi (2009) phát hiện mô hình EGARCH là tối ưu với 3 thị trường chứng khoán Thụy Sĩ, Anh và Đức.



## 2.2 Các nghiên cứu ở Việt Nam

Hao và Tran (2016) sử dụng 7 mô hình họ GARCH để dự báo biến động thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua 4 chỉ số chính, và tìm thấy sự đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận. Cuong và các cộng sự (2019) cho thấy mô hình GARCH(1,1) và EGARCH(1,1) là phù hợp nhất để đo lường cả mức độ biến động đối xứng và bất đối xứng của VN-Index; đồng thời cung cấp bằng chứng về sự tồn tại của hiệu ứng đòn bẩy thông qua các tham số của mô hình. Vì vậy, tác giả tin rằng việc áp dụng mô hình họ GARCH trong nghiên cứu này hoàn toàn hợp lý.

## 3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Bài báo này sử dụng các mô hình họ GARCH để ước tính biến động thị trường của 5 quốc gia thông qua chỉ số VN Index, S&P500, Nikkei225, DAX30 và ASX200 bao gồm 2 mô hình biến động đối xứng và bất đối xứng. Đầu tiên, 2 mô hình GARCH(1,1), GARCH-M(1,1) đo lường biến động có điều kiện, xác định sự hiện diện của hiệu ứng đòn bẩy và 2 mô hình EGARCH(1,1), TARARCH(1,1) để xác định hiệu ứng phản hồi biến động. Cuối cùng, nghiên cứu tiến hành phân tích mức độ an toàn của tài sản ngành năng lượng đối với danh mục đầu tư.

### 3.1 Dữ liệu nghiên cứu.

**Bảng 1: Mô tả biến**

Biến	Công thức tính	Đại diện	Xếp hạng thị trường	Xếp hạng Covid-19	Xếp hạng minh bạch
VNI	$r_t = \ln(P_{VNI(t)} / P_{VNI(t-1)})$	Sàn chứng khoán HCM	31 (15)	165 (41)	96
SP500	$r_t = \ln(P_{SP500(t)} / P_{SP500(t-1)})$	Sàn chứng khoán NewYork	01 (1)	01 (1)	23
N225	$r_t = \ln(P_{N225(t)} / P_{N225(t-1)})$	Sàn chứng khoán Tokyo	03 (1)	46 (18)	20
DAX30	$r_t = \ln(P_{DAX30(t)} / P_{DAX30(t-1)})$	Sàn chứng khoán Frankfurt	13 (2)	23 (6)	9
A200	$r_t = \ln(P_{A200(t)} / P_{A200(t-1)})$	Sàn chứng khoán Australia	12 (1)	78 (1)	12
G	$r_t = \ln(P_{G(t)} / P_{G(t-1)})$	TSLN giá vàng			
BRT	$r_t = \ln(P_{BRT(t)} / P_{BRT(t-1)})$	TSLN giá dầu Brent			
BTC	$r_t = \ln(P_{BTC(t)} / P_{BTC(t-1)})$	TSLN giá đồng Bitcoin			
WT	$r_t = \ln(P_{WT(t)} / P_{WT(t-1)})$	TSLN giá lúa mì			
C19	= 1 với ngày có tin tức xấu	Biến giả Covid-19			

*Ghi chú: Bảng 1 mô tả khái quát các biến được sử dụng trong nghiên cứu. Với 2 cột “xếp hạng thị trường”, “xếp hạng COVID-19” và “Xếp hạng minh bạch”, là số liệu thống kê thể hiện thứ hạng vốn hóa thị trường của sàn giao dịch, số ca lây nhiễm dịch COVID-19 và chỉ số nhận thức tham nhũng của quốc gia đó so với thế giới (gồm 144 sàn giao dịch, 216 quốc gia bị nhiễm bệnh và 180 quốc gia), và trong dấu ngoặc tròn là xếp hạng của nó trong chính châu lục đó.*

Bài nghiên cứu sử dụng cả 2 phương pháp nghiên cứu định lượng và định tính, kết hợp với lấy mẫu rộng rãi. Với đối tượng nghiên cứu chính là thị trường chứng khoán Việt

Nam, Mỹ (châu Mỹ), Nhật Bản (châu Á), Đức (châu Âu) và Australia (châu Úc) từ 1-10-2019 đến 1-10-2020, với dữ liệu tài chính thứ cấp được thu thập từ Finance.yahoo, Investing.com, Statista.com, transparency.org và dữ liệu đại dịch COVID-19 được lấy từ John Hopkins Coronavirus Resource Centre, World Health Organization (WHO), Worldometers.info. Các đối tượng trên được lựa chọn vì đáp ứng các tiêu chí: tính minh bạch, giá trị vốn hóa, khả năng đại diện cho châu lục (tác giả loại Trung Quốc vì không đáp ứng được tính minh bạch khi chỉ xếp hạng 80/180, loại Anh vì đã rời khỏi EU nên khó đại diện cho châu lục, loại Ấn Độ vì giá trị vốn hóa thị trường không đủ lớn...).

Các sự kiện COVID-19 quan trọng trên thế giới, được xem như những cú sốc âm tác động tiêu cực đến thị trường được sử dụng cho biến giả C19, có giá trị bằng 1 ở những ngày có tin tức xấu như số người chết kỷ lục trong ngày, chính phủ ban hành lệnh giãn cách xã hội hay đóng cửa biên giới, chỉ số thị trường chứng khoán đạt đáy... và bằng 0 với các ngày còn lại.

### 3.2 Phương pháp nghiên cứu

Vì dữ liệu tài chính thường là chuỗi thời gian, ở một số giai đoạn có sự biến động lớn hơn những lúc khác, vì vậy chúng tôi sử dụng mô hình tính bất ổn chuỗi thời gian (modeling volatility). Mô hình này tỏ ra rất hiệu quả khi nghiên cứu dữ liệu gồm các giai đoạn chịu tác động từ các cú sốc thị trường.

**Mô hình GARCH** cho phép phương sai có điều kiện phụ thuộc vào chính độ trễ của nó, là cách biểu diễn thu gọn của mô hình ARCH(q) với q vô cực và trích xuất các mối tương quan có điều kiện động. Tác giả sử dụng thay cho mô hình ARCH bậc cao vì làm giảm khả năng mất bậc tự do trong mô hình và cần ít hệ số ước lượng hơn.

+ Phương trình trung bình ước lượng giá trị trung bình tỷ suất lợi nhuận thị trường:

$$r_t = \mu + \varepsilon_t$$

$$R_t = \alpha_0 + \sum_{j=1}^n (b_j R_{t-j}) + b_2 G_t + b_4 BRT_t + b_5 BTC_t + b_6 WT_t + b_7 C19_t + \varepsilon_t$$

+ Phương trình phương sai ước lượng ước tính rủi ro hay độ biến động thị trường:

$$\sigma_t^2 = \omega + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \beta_1 \sigma_{t-1}^2 + \sum_{i=1}^{10} (C19)_i$$

+ Điều kiện:  $\varepsilon_t | \Omega_t \sim \text{i.i.d. } N(0, \sigma_t^2)$

Trong đó:  $r_{t-j}$  là giá trị độ trễ tỷ suất lợi nhuận của 5 thị trường chứng khoán.  $j$  là số kỳ tính theo ngày trước thời điểm  $t$ .  $G$  là giá vàng,  $BRT$  là giá dầu Brent,  $BTC$  là giá tiền điện tử Bitcoin,  $WT_t$  là giá lúa mì,  $C19_t$  đại diện cho biến giả COVID-19 xuất hiện trong cả 2 phương trình trung bình và phương sai có điều kiện.

$\sigma_t^2$  là giá trị phương sai tại thời điểm  $t$  phụ thuộc vào giá trị phương sai kỳ vọng trong quá khứ.  $\sigma_{t-1}^2$  (GARCH) của những cú sốc, có mối quan hệ tương quan dương với  $\sigma_{t-1}^2$  và giá trị của  $\varepsilon_t$ ,  $\varepsilon_{t-1}^2$  (ARCH) là biến động của kỳ trước đó.  $\omega$ ,  $\alpha_1$ ,  $\beta_1$  là các hằng số không âm để đảm bảo phương sai luôn dương. Hệ số  $\alpha_1$  đo lường độ biến động ở thời điểm  $t$ . Nếu  $\alpha_1$  cao nghĩa là sẽ có các biến động mạnh làm thay đổi thị trường tức thời. Nếu hệ số  $\beta_1$  cao nghĩa là có sự biến động liên tục trong thời gian dài. Độ lớn của tổng 2 tham số trên quyết định mức độ tác động. Cụ thể: nếu  $\alpha_1 + \beta_1 = 1$  sự biến động diễn ra trong dài hạn.  $\varepsilon_t$  có điều kiện là phân phối chuẩn với phương sai không đổi là  $\sigma_t^2$  trung bình bằng 0.

**Mô hình GARCH-M** thuộc nhóm các mô hình đo lường biến động đối xứng giống như GARCH, thường dùng khi cần xác định các tương quan giữa rủi ro và tỷ suất lợi nhuận. Với phương trình trung bình không chỉ cho phép giá trị trung bình phụ thuộc vào các biến độc lập, còn có sự tham gia trực tiếp của phương sai có điều kiện, nghĩa là tỷ suất lợi nhuận của chứng khoán phụ thuộc vào biến động ( $\lambda$ ) của nó.

$$+ \text{Phương trình trung bình:} \quad r_t = \mu + \lambda \sigma_t^2 + \varepsilon_t$$

$$+ \text{Phương trình phương sai:} \quad \sigma_t^2 = \omega + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \beta_1 \sigma_{t-1}^2$$

Trong đó,  $\lambda$  là tham số đại diện cho phần bù rủi ro, để kiểm định giả thuyết 3 nhằm xác nhận sự tồn tại của hiệu ứng phản hồi biến động.  $\lambda > 0$ , tỷ suất lợi nhuận có liên quan đến sự biến động giá, hàm ý rằng phương sai điều kiện hay rủi ro tăng làm tỷ suất lợi nhuận trung bình cũng tăng tương ứng.

**Mô hình EGARCH** dựa trên biểu thức logarit của phương sai có điều kiện. Thuộc nhóm mô hình biến động bất đối xứng để mô hình hóa sự khác biệt giữa 2 loại cú sốc tích cực và tiêu cực. Phương trình logarit của các biến động có điều kiện được sử dụng để mô tả các ảnh hưởng bất đối xứng:

$$\ln(\sigma_t^2) = \omega + \beta_1 \ln(\sigma_{t-1}^2) + \alpha_1 \left\{ \left| \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}} \right| - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right\} - \gamma \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}}$$

Trong đó:  $\ln(\sigma_t^2)$  đại diện cho tác động hiệu ứng đòn bẩy theo cấp số nhân.  $\omega$  là hệ số chặn.  $\gamma \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}}$  là cú sốc ở giai đoạn gần nhất được chuẩn hóa.  $\left\{ \left| \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}} \right| - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right\}$  là tham số tính đến giá trị tuyệt đối của cú sốc thời kỳ gần nhất. Hệ số  $\gamma$  đại diện cho tính bất đối xứng, được dùng để xác nhận sự tồn tại của hiệu ứng đòn bẩy. Tác động được xem là bất đối xứng nếu  $\gamma \neq 0$ . Cụ thể: nếu  $\gamma < 0$  tác động của các tin tức xấu lớn hơn các tin tức tốt

và ngược lại. Khi một tin tức tốt xuất hiện ( $\varepsilon_t > 0, d_t = 0$ ) cú sốc dương có mức độ  $\alpha + \gamma$  và khi một tin tức xấu xuất hiện ( $\varepsilon_t < 0, d_t = 1$ ) cú sốc âm có mức độ  $\alpha - \gamma$ .

Mô hình TARARCH giúp xác định mối quan hệ giữa TSLN và biến động bất đối xứng. Với phương trình phương sai một biến giả tương tác giữa biến giả  $d_t$  và hạng nhiều bình phương, sẽ chứng minh được sự khác biệt trong cú sốc do COVID-19 gây ra nếu hệ số biến tương tác có ý nghĩa thống kê.

+ Phương trình trung bình:  $r_t = a + br_{t-1} + \varepsilon_t$

+ Phương trình phương sai:  $\sigma_t^2 = \omega + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \gamma \varepsilon_{t-1}^2 d_{t-1} + \beta_1 \sigma_{t-1}^2$

+ Điều kiện:  $d_{t-1} = \begin{cases} 1 & \text{if } \varepsilon_{t-1} < 0 \\ 0 & \text{if } \varepsilon_{t-1} \geq 0 \end{cases}$

Trong đó: hệ số  $\gamma$  giống với mô hình EGARCH, đều thể hiện hiệu ứng đòn bẩy. Khi  $\gamma = 0$ , mô hình TARARCH chính là mô hình GARCH chuẩn. Hệ số  $\alpha$  đại diện cho tác động của cú sốc dương ( $\varepsilon_t \geq 0$ ) và tổng hệ số ( $\gamma + \alpha$ ) đại diện cho tác động của cú sốc âm ( $\varepsilon_t < 0$ ). Nghĩa là khi  $\gamma > 0$  tác động của cú sốc âm lớn hơn cú sốc dương, còn nếu  $\gamma = 0$  thì không có hiệu ứng đòn bẩy.

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1 Kết quả từ thống kê mô tả

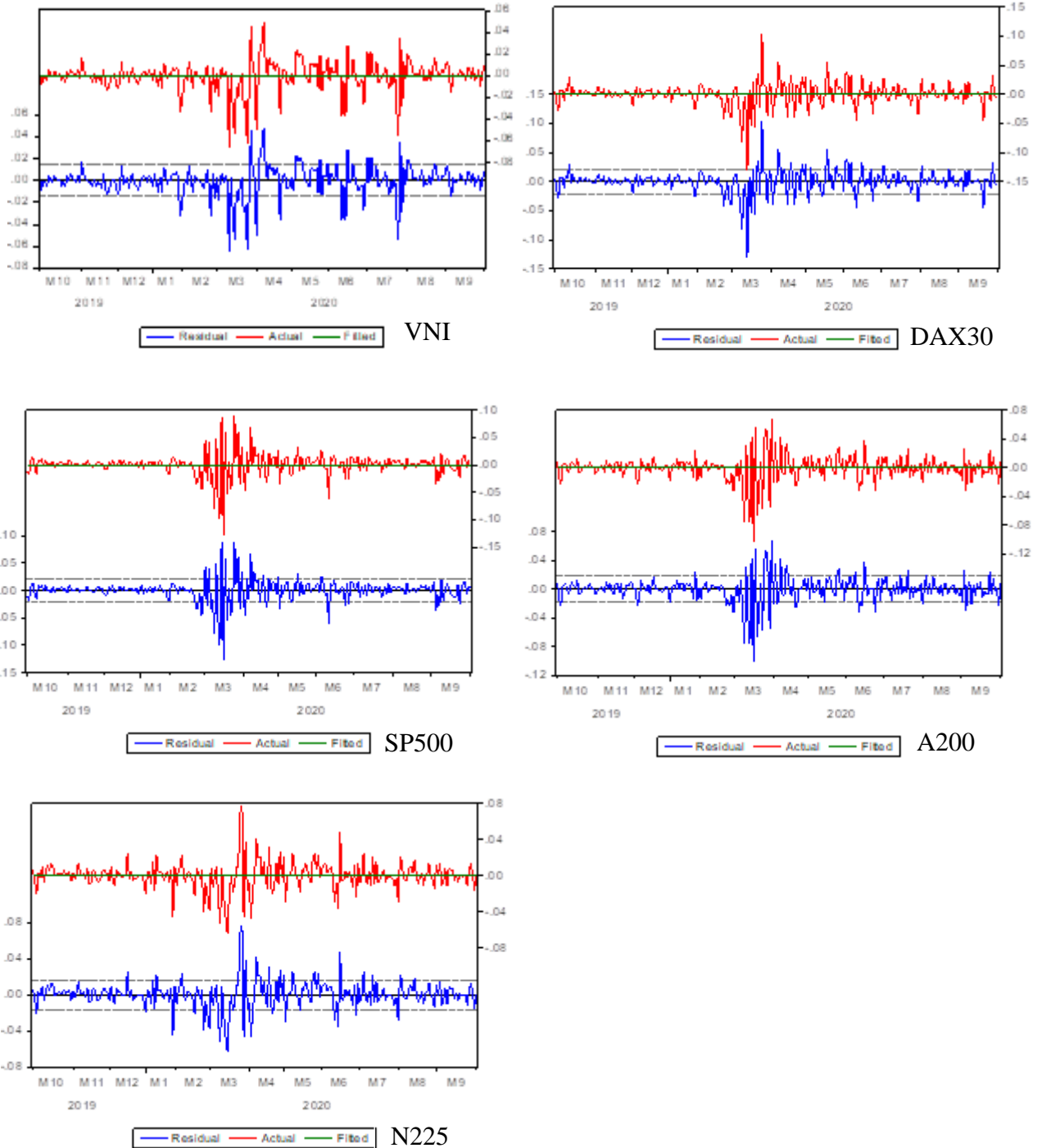
**Bảng 2. Thống kê mô tả**

	VNI	SP500	N225	DAX30	A200	G	BRT	BTC	WT	C19
<b>Mean</b>	-0.0004	0.0005	0.0003	0.0001	-0.0005	0.0020	-0.0016	0.0010	0.0006	0.3306
<b>Median</b>	0.0010	0.0026	0.0009	0.0000	0.0009	0.0016	0.0009	0.0001	0.0000	0.0000
<b>Maximum</b>	0.0486	0.0897	0.0773	0.1041	0.0677	0.1413	0.1908	0.1671	0.0513	1.0000
<b>Minimum</b>	-0.0648	-0.1277	-0.0627	-0.1305	-0.1020	-0.1091	-0.2798	-0.4647	-0.0359	0.0000
<b>Std. Dev.</b>	0.0143	0.0217	0.0160	0.0204	0.0189	0.0298	0.0458	0.0482	0.0152	0.4714
<b>Skewness</b>	-1.2046	-0.9055	0.0988	-0.9715	-1.0154	0.1720	-1,1699	-3.4802	0.6094	0.7201
<b>Kurtosis</b>	8.2712	12.1060	7.8921	12.9593	9.1925	6.8216	15.6305	38.7777	3.8097	1.5186
<b>Jarque-Bera</b>	342.892	879.941	244.71	1051.08	433.567	150.297	1684.43	13561.6	21.858	43.578
<b>Probability</b>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<b>Sum</b>	-0.0864	0.1273	0.0636	0.0279	-0.1300	0.4890	-0.3947	0.2475	0.1400	81.0000
<b>Sum Sq.Dev.</b>	0.0498	0.1151	0.0624	0.1017	0.0870	0.2162	0.5113	0.5679	0.0567	54.2204
<b>Observations</b>	245	245	245	245	245	245	245	245	245	245

Thống kê mô tả cho thấy tất cả chỉ số trên đều có giá trị trung bình của tỷ suất lợi nhuận xấp xỉ bằng 0 (trừ biến giả C19), có nghĩa thị trường gần như không có sự tăng trưởng trong 1 năm qua. Hệ số độ nhọn (kurtosis) của tỷ suất lợi nhuận lớn hơn giá trị phân phối chuẩn (+3) rất nhiều, tức tỷ suất lợi nhuận không có phân phối chuẩn và có dạng đuôi béo (fat tailed). Thêm vào đó, Jarque-Bera cũng lớn hơn rất nhiều so với giá trị phân phối chuẩn (+5,8825), nên giả thuyết phân phối chuẩn bị bác bỏ hay chuỗi tỷ suất lợi nhuận tuân theo phân phối lệch. Điều này lý giải việc tác giả không sử dụng ma trận hệ số tương quan trong bài nghiên cứu để dự đoán mối quan hệ của các biến.

Từ tháng 7-2019 đến tháng 1-2020, TSLN cả 5 thị trường tài chính đều biến động không đáng kể, dù các ca COVID-19 đầu tiên đã được công bố từ cuối tháng 12-2019 (chi tiết ở bảng 1), nhưng tới giữa tháng 3 mới gây nên sự chú ý cao độ khi dịch bắt đầu bùng phát khắp các châu lục. Thông tin trên hoàn toàn khớp với xu hướng biến động, khi nó thật sự mạnh dần từ tháng 2, đạt đỉnh cuối tháng 3 và giảm dần, kéo dài từ tháng 5. Hình 1 cũng cho thấy khoảng thời gian biến động có xu hướng nối tiếp nhau, nghĩa là có biến động cụm (volatility clustering) và các tỷ suất lợi nhuận dao động xung quanh giá trị trung bình không đổi, nhưng phương sai lại thay đổi theo thời gian. Đây là lợi thế khi áp dụng GARCH so với các mô hình khác như OLS hay ARIMA.

**Hình 1. Biến động TSLN hàng ngày và phần dư 5 thị trường tài chính**



## 4.2 Kết quả phân tích hồi quy

### 4.2.1 Kiểm định tính dừng và hiệu ứng ARCH

**Bảng 3. Kết quả kiểm định tính dừng và hiệu ứng ARCH.**

Chỉ số	ADF	PP	ARCH-LM
VNI	-13.18201***	-13.24402***	3253.977 ***
SP500	-4.953887***	-21.71523***	818.2661 ***
N225	-14.51253***	-14.60930***	67.04089 ***
DAX30	-15.52453***	-15.64702***	391.5249 ***
A200	-7.413660***	-20.11521***	1463.313 ***
G	-14.55327***	-14.52602***	85.60924 ***
BRT	-12.91575***	-12.91758***	1.555969
BTC	-17.71983***	-17.61707***	79.85607 ***
WT	-16.09514***	-16.09442***	115.6975 ***

Vì trong thống kê, xem chuỗi thời gian có nghiệm đơn vị là tuân theo bước đi ngẫu nhiên, nghĩa là chuỗi không dừng. Với phương pháp được sử dụng phổ biến nhất là kiểm định nghiệm đơn vị (unit root test) với ADF test và PP test - dù được coi kém hơn các mẫu dữ liệu hạn chế - nhưng PP test thể hiện tính vững đối với sự tự tương quan không xác định và phương sai thay đổi. Song song với đó, ta thực hiện ARCH-LM test vì đặc điểm chung mà dữ liệu tài chính thường có là sau biến động lớn thường là biến động lớn khác, và sau biến động nhỏ thường theo sau biến động nhỏ hơn, được gọi là hiệu ứng ARCH.

Như ta có thể thấy ở cả 2 phép thử ADF và PP, các chuỗi dữ liệu thời gian gồm (tỷ suất lợi nhuận của các thị trường tài chính và các loại tài sản) đều dừng ở mức ý nghĩa 1%, vì p-value < 0,01 nên ta bác bỏ giả thuyết  $H_0$ , tức là dữ liệu chuỗi thời gian cho toàn bộ giai đoạn nghiên cứu là cố định (stationary). Cùng với đó, tác giả cũng tìm thấy hiệu ứng ARCH có trong phần dư của mô hình chuỗi thời gian, và các điều trên ngụ ý rằng các mô hình GARCH được dùng ước tính là phù hợp. Mặc dù giá dầu thô Brent không có hiệu ứng ARCH trong phần dư, nhưng điều này không quá quan trọng vì ta chỉ cần quan tâm đến các biến phụ thuộc - đối tượng nghiên cứu.

4.2.2 Kiểm định các mô hình họ GARCH.

**Bảng 4. Tác động của đại dịch COVID-19 đến thị trường chứng khoán.**

	GARCH (1,1)	GARCH-M (1,1)	TARCH (1,1)	EGARCH (1,1)
<b>C19 Mean</b>				
VNI	-0.004856*** [0.0012]	-0.006746*** [0.0001]	-0.005227*** [0.0011]	-0.005252*** [0.0001]
SP500	-0.004761*** [0.0101]	-0.007399*** [0.0003]	-0.004746** [0.0149]	-0.004419*** [0.0090]
N225	-0.011282*** [0.0000]	-0.012910*** [0.0000]	-0.011409*** [0.0000]	-0.010802*** [0.0000]
DAX30	-0.007527*** [0.0012]	-0.010090*** [0.0000]	-0.007971*** [0.0000]	-0.007814*** [0.0000]
A200	-0.010837*** [0.0000]	-0.011255*** [0.0000]	-0.010766*** [0.0000]	-0.010143*** [0.0000]
<b>C19 Volatility</b>				
VNI	6.53E-05*** [0.0003]	6.68E-05** [0.0005]	6.55E-05*** [0.0002]	0.472647*** [0.0020]
SP500	3.62E-05** [0.0126]	4.80E-05** [0.0133]	3.61E-05** [0.0130]	0.432269*** [0.0003]
N225	2.92E-05** [0.0138]	5.78E-06** [0.0092]	2.11E-05*** [0.0031]	0.247027*** [0.0000]
DAX30	2.99E-05** [0.0422]	3.48E-05** [0.0336]	2.95E-05** [0.0155]	0.194874*** [0.0001]
A200	1.89E-05* [0.0699]	2.72E-05** [0.0169]	1.80E-06** [0.0368]	0.233060*** [0.0023]

Ghi chú: Bảng 4 trình bày kết quả ước lượng biến C19 đối với giá trị trung bình và phương sai 5 thị trường chứng khoán. Tất cả các biến sử dụng được định nghĩa ở bảng 1.1 và 1.2. P-test được hiển thị trong dấu ngoặc vuông. \*\*\*, \*\*, \* tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%.

Biến giả COVID-19 có ý nghĩa mức 5% ở tất cả thị trường, nó mang dấu âm ở phương trình trung bình và dấu dương ở phương trình phương sai có điều kiện. Nghĩa là đại dịch COVID-19 có tác động đáng kể làm giảm tỷ suất lợi nhuận, đồng thời gia tăng độ biến động (rủi ro) của thị trường.



**Bảng 5. Hiệu ứng ARCH và GARCH.**

	<b>GARCH (1,1)</b>	<b>GARCH-M (1,1)</b>	<b>TARCH (1,1)</b>	<b>EGARCH (1,1)</b>
<b><math>\alpha</math> (ARCH effect)</b>				
VNI	0.611050*** [0.0000]	0.564644*** [0.0000]	0.416346*** [0.0003]	0.537002*** [0.0000]
SP500	0.278025*** [0.0011]	0.279841*** [0.0007]	0.280039** [0.0130]	-0.010700*** [0.0000]
N225	0.149255*** [0.0014]	0.133163*** [0.0015]	-0.000520 [0.9863]	-0.081126*** [0.0000]
DAX30	0.130008*** [0.0147]	0.144757*** [0.0065]	0.027826 [0.4811]	0.132548** [0.0195]
A200	0.215903*** [0.0030]	0.196138*** [0.0017]	0.056404 [0.2458]	0.290491*** [0.0007]
<b><math>\beta</math> (GARCH effect)</b>				
VNI	0.347496*** [0.0000]	0.375871*** [0.0000]	0.377372*** [0.0000]	0.869087*** [0.0000]
SP500	0.667895*** [0.0000]	0.638862*** [0.0000]	0.668340** [0.0000]	0.919247*** [0.0000]
N225	0.755620*** [0.0000]	0.758853*** [0.0000]	0.860842*** [0.0000]	0.980803*** [0.0000]
DAX30	0.822292*** [0.0000]	0.796599*** [0.0000]	0.789974*** [0.0000]	0.980498*** [0.0000]
A200	0.676426*** [0.0000]	0.699302*** [0.0000]	0.733348*** [0.0000]	0.919334*** [0.0000]

Ghi chú: Bảng 5 trình bày kết quả kiểm định hiệu ứng ARCH và GARCH ở 5 thị trường chứng khoán. Tất cả các biến sử dụng được định nghĩa ở bảng 1.1 và 1.2. P-test được hiển thị trong dấu ngoặc vuông. \*\*\*, \*\*, \* tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%.

Ở phương trình phương sai cả phần ARCH và GARCH đều có ý nghĩa, cho thấy chuỗi tỷ suất lợi nhuận ở đa số thị trường đều có đặc điểm phân cụm rõ rệt như đã thấy ở hình 1. Ngoài ra, hệ số  $\beta$  lớn hơn rất nhiều so với hệ số  $\alpha$ , nghĩa là sự biến động thị trường nhạy cảm với các giá trị độ trễ quá khứ, hơn là những thông tin mới bất ngờ hay sự biến động ở thời điểm  $t$  chỉ giải thích được một phần nhỏ (thí dụ: 9,78% ở chỉ số VN-Index) cho sự biến động thời điểm  $t+1$ , nghĩa là cú sốc do đại dịch gây ra sẽ không ảnh hưởng mạnh ngay tức thời. Hơn nữa, tổng  $\alpha_1 + \beta_1 \approx 1$  cũng ủng hộ cho kết luận trên: cú sốc sẽ dẫn đến sự thay đổi liên tục và dai dẳng trong thời dài, nghĩa là biến động thị trường còn tiếp tục kéo dài trong tương lai. Tuy nhiên, thị trường Việt Nam lại có hệ số  $\alpha$  và  $\beta$  khá cân bằng cho thấy tác động từ TSLN trong quá khứ, và các cú sốc âm từ thị trường là như nhau và ngay tức thời lên giá trị hiện tại.

**Bảng 6. Hiệu ứng đòn bẩy và hiệu ứng phản hồi biến động.**

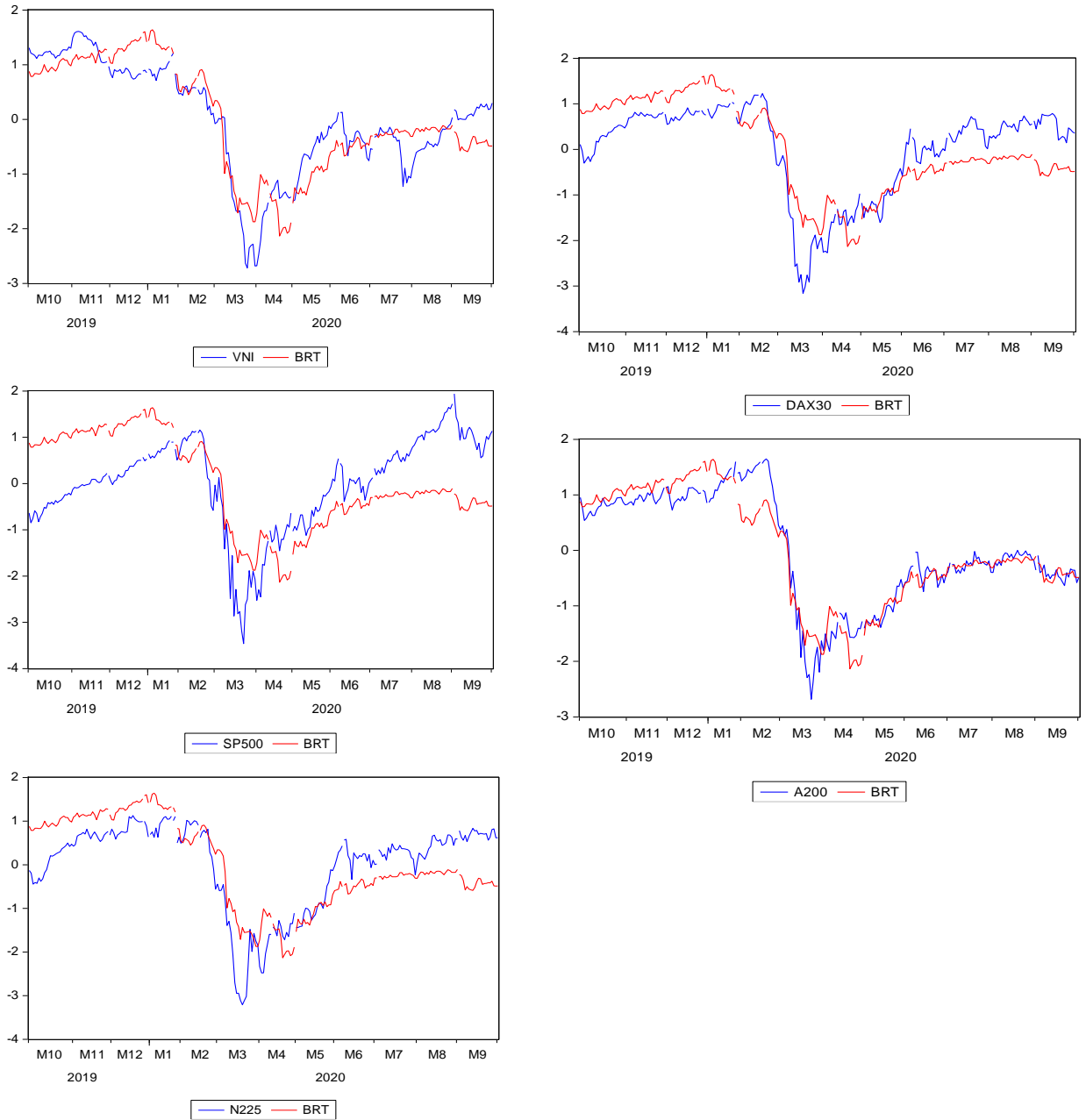
	GARCH-M (1,1) $\lambda$ (risk premium)		TARCH (1,1)	EGARCH (1,1)
	After 31/12	Full sample	Full sample	Ful sample
VNI	0.232767*** [0.0213]	0.284075** [0.0379]	0.416346*** [0.0003]	-0.129431** [0.0234]
SP500	-0.050001 [0.7862]	0.272377** [0.0359]	0.280039*** [0.0130]	-0.010700 [0.8777]
N225	0.168033 [0.4355]	0.501631** [0.0150]	0.203684*** [0.0007]	-0.175580*** [0.0000]
DAX30	0.177419 [0.2531]	0.471555*** [0.0023]	0.352210*** [0.0028]	-0.176740*** [0.0000]
A200	-0.236943 [0.2572]	0.254387 [0.2180]	0.221706** [0.0150]	-0.110178** [0.0112]

Ghi chú: Bảng 6 trình bày kết quả kiểm định hiệu ứng đòn bẩy ( $\gamma$ ) và hiệu ứng phản hồi biến động ( $\lambda$ ). Tất cả các biến sử dụng được định nghĩa ở bảng 1.1 và 1.2. P-test được hiển thị trong dấu ngoặc vuông. \*\*\*, \*\*, \* tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%.

Ở mô hình GARCH-M, hệ số phương sai có điều kiện ( $\lambda$ ) là dương và có ý nghĩa thống kê ở hầu hết thị trường (trừ Australia) khi phân tích toàn bộ mẫu dữ liệu. Nhưng phần bù rủi ro này được mang lại từ trước khi đại dịch xảy ra, bởi trong giai đoạn đại dịch, hệ số ( $\lambda$ ) không hề có ý nghĩa thống kê, ngụ ý rằng không có bằng chứng chứng minh biến động tác động đến tỷ suất lợi nhuận, hay không có sự đánh đổi giữa lợi nhuận và rủi ro qua thời gian. Bên cạnh đó, một lần nữa thị trường tài chính Việt Nam gây ngạc nhiên khi vẫn duy trì được phần bù rủi ro ở cả trước và trong giai đoạn đại dịch. Nguyên nhân có thể bắt nguồn từ số ca lây nhiễm COVID-19 rất ít và mức độ hội nhập thị trường cũng không cao như các nước phát triển ...

Đối với mô hình TARARCH, tham số  $\gamma$  có ý nghĩa thống kê ở mức 1% và mang dấu dương, xác nhận sự tồn tại của hiệu ứng đòn bẩy, ngụ ý rằng một cú sốc âm hay một tin tức xấu có tác động mạnh hơn đến phương trình phương sai so với cú sốc dương hay tin tức tốt. Cụ thể, ở thị trường tài chính Đức khi một tin tức tốt xuất hiện ( $\varepsilon_t > 0, dt = 0$ ) cú sốc dương có mức độ  $\alpha = 0.027826$  nhỏ hơn khi một tin tức xấu xuất hiện ( $\varepsilon_t < 0, dt = 1$ ) cú sốc âm có mức độ  $\alpha + \gamma = 0.027826 + 0.352210 = 0.380036$ . Tương tự như vậy ở mô hình EGARCH (1,1) (cần lưu ý rằng sự tồn tại của hiệu ứng đòn bẩy do một tin tức xấu gây ra khi tham số  $\gamma$  phải mang dấu dương ở mô hình TARARCH và dấu âm ở EGARCH). Cụ thể với thị trường tài chính Việt Nam khi một tin tức tốt xuất hiện ( $\varepsilon_t > 0, dt = 0$ ) cú sốc dương có mức độ  $\alpha + \gamma = 0.407571$  nhỏ hơn nhiều so với tác động của một cú sốc âm ( $\varepsilon_t < 0, dt = 1$ ) ở mức  $\alpha - \gamma = 0.666433$ .

**Hình 2. Mối quan hệ động giữa thị trường chứng khoán các nước và dầu Brent.**



**Bảng 7. Tác động của các loại tài sản đến thị trường (phương trình trung bình)**

		<b>GARCH (1,1)</b>					<b>GARCH-M (1,1)</b>				
	VNI	SP500	N225	DAX30	A200	VNI	SP500	N225	DAX30	A200	
<b>C</b>	0.001171** [0.0185]	0.002303*** [0.0001]	0.003933*** [0.0000]	0.002237** [0.00168]	0.003492*** [0.0000]	-0.000661 [0.5191]	0.000980 [0.2270]	-0.000604 [0.7413]	-0.001850 [0.2142]	0.0000772 [0.6777]	
<b>R<sub>t-1</sub></b>	0.180302** [0.0208]	-0.19662*** [0.0016]	-0.028482 [0.6425]	-0.045081 [0.5346]	-0.121038** [0.0451]	0.214309*** [0.0059]	-0.18844*** [0.0030]	-0.018385 [0.7622]	-0.045670 [0.5119]	-0.115268* [0.0551]	
<b>G</b>	0.006409 [0.8099]	-0.015090 [0.5602]	0.002456 [0.9408]	-0.070249 [0.0558]	-0.029261 [0.3455]	0.006764 [0.8009]	-0.021646 [0.3962]	-0.001237 [0.0971]	-0.069905* [0.0515]	-0.031782 [0.3111]	
<b>BRT</b>	0.090688*** [0.0000]	0.084813*** [0.0000]	0.017467 [0.3183]	0.087379*** [0.0001]	0.040633** [0.0170]	-0.088765** [0.0000]	0.090955*** [0.0000]	0.015334 [0.3676]	0.086714*** [0.0000]	0.043569** [0.0107]	
<b>BTC</b>	-0.000998 [0.9354]	0.032127*** [0.0086]	-0.010298 [0.4063]	0.070450*** [0.0000]	-0.015741 [0.3628]	-0.001337 [0.9147]	0.031725** [0.0133]	-0.006463 [0.6271]	0.065151*** [0.0000]	0.016224 [0.3433]	
<b>WT</b>	0.064223* [0.0544]	0.041037 [0.2304]	0.082906 [0.1180]	0.111097* [0.0729]	0.007311 [0.8733]	0.070250** [0.0330]	0.040538 [0.2292]	0.100610* [0.0589]	0.111172* [0.0601]	0.014357 [0.7613]	
		<b>TARCH (1,1)</b>					<b>EGARCH (1,1)</b>				
	VNI	SP500	N225	DAX30	A200	VNI	SP500	N225	DAX30	A200	
<b>C</b>	0.00968* [0.0657]	0.002305*** [0.0001]	0.003121*** [0.0001]	0.001798** [0.0435]	0.003155*** [0.0002]	0.001131* [0.0868]	0.002405*** [0.0000]	0/002865*** [0.0000]	0.001611* [0.0984]	0.002668*** [0.0025]	
<b>R<sub>t-1</sub></b>	0.195139** [0.0173]	-0.19651*** [0.0025]	-0.040947 [0.4818]	-0.011792 [0.8692]	-0.138459** [0.0247]	0.196825*** [0.0086]	-0.20679*** [0.0046]	-0.056793 [0.2891]	-0.034775 [0.6281]	-0.155976** [0.0130]	
<b>G</b>	0.007307 [0.7847]	-0.015288 [0.5571]	-0.007914 [0.7948]	-0.05594*** [0.0000]	-0.030132 [0.3044]	0.009354 [0.6802]	-0.008100 [0.7361]	-0.008776 [0.7842]	-0.045636 [0.2080]	-0.027884 [0.3585]	
<b>BRT</b>	0.092171*** [0.0000]	0.084943*** [0.0000]	0.017808 [0.3245]	0.089552*** [0.0000]	0.043711** [0.0188]	0.091983*** [0.0000]	0.076164*** [0.0000]	0.031270 [0.1471]	0.110190*** [0.0000]	0.038921** [0.0660]	
<b>BTC</b>	-0.001373 [0.9099]	0.032169*** [0.0087]	-0.006649 [0.6799]	0.054147*** [0.0002]	0.016245 [0.3795]	-0.010407 [0.3904]	0.030115*** [0.0043]	-0.007317 [0.6706]	0.050533*** [0.0030]	0.018555 [0.3218]	
<b>WT</b>	-0.005227** [0.0011]	0.041162 [0.2292]	0.095497* [0.0542]	0.114326** [0.0279]	-0.000803 [0.9863]	0.081259** [0.0238]	0.007574 [0.0090]	0.067187 [0.1197]	0.124864** [0.0201]	0.004938 [0.9144]	

Dù hằng số phương trình trung bình không có ý nghĩa thống kê ở mô hình GARCH-M, tức phủ nhận sự tồn tại các mức tỷ suất lợi nhuận bất thường, nhưng nhận định này không đáng tin cậy vì chịu ảnh hưởng bởi phần bù rủi ro trước đại dịch như ta đã xem xét ở bảng 6. Nó chỉ ra sự không phù hợp khi áp dụng mô hình biến động đối xứng trong giai đoạn này. Biến  $R_{i,t-1}$  có ý nghĩa đã cũng có cho nhận định TSLN hiện thời chịu ảnh hưởng bởi các giá trị độ trễ trong quá khứ, nhưng sự ảnh hưởng này sẽ giảm dần đối với các giá trị có độ trễ càng cao.

Dầu Brent là tài sản duy nhất thể hiện mối quan hệ TSLN mạnh mẽ và cùng chiều với cả 5 thị trường. Bằng cách chuẩn hóa dữ liệu và thể hiện trên đồ thị ở hình 2, có thể thấy sự tương tác đặc biệt giữa biến động giá và sự đi xuống của thị trường, nhất là ở thời điểm đỉnh đại dịch. Điều này cho thấy, ngành năng lượng nói chung và dầu thô nói riêng không phải là nơi trú ẩn an toàn đối với nhà đầu tư ở thị trường gấu (bearish market), đặc biệt là ở thị trường Australia khi đường biểu diễn biến động giá dầu và chỉ số thị trường gần như trùng lặp trong suốt năm qua.

#### 4.2.3 Thảo luận kết quả

Mô hình trong bài nghiên cứu này phù hợp với các nghiên cứu trước đây, như Corbet và các cộng sự (2020)... Tuy nhiên, điểm khác biệt lớn nhất cho thấy các tài sản thuộc nhóm ngành năng lượng như dầu Brent không phải nơi trú ẩn an toàn. Sự khác biệt này có thể do dữ liệu của nghiên cứu này với giai đoạn biến động dài hơn từ tháng 10-2020 đến tháng 10-2020 và thực hiện trên 5 quốc gia điển hình của 4 châu lục.

Theo kết quả nghiên cứu, thị trường chứng khoán các nước được dự báo tiếp tục biến động thường xuyên trong thời gian tới, vì đại dịch COVID-19 làm giảm tỷ suất lợi nhuận và gia tăng độ biến động của thị trường. Nhưng những kết quả đạt được rất tích cực, vì cho thấy dấu hiệu của sự phục hồi khi độ biến động đang giảm dần. Thêm vào đó, sự xuất hiện của đại dịch COVID-19 cũng làm thay đổi vai trò của các chỉ số chính, năng lượng, tiền điện tử, nông sản đối với thị trường.

### 5. Kết luận

Mặc dù thị trường chứng khoán các nước có đặc điểm rất khác nhau, nhưng với việc đồng bộ sự phản ứng của cả 5 thị trường (Việt Nam, Mỹ, Nhật Bản, Đức, Australia) với các sự kiện quan trọng của COVID-19, tác giả nhận thấy rất nhiều điểm chung:

- Các mô hình biến động bất đối xứng tỏ ra hiệu quả hơn để đo lường tổng thể dữ liệu, một phần vì giai đoạn đại dịch trong khảo sát dài hơn, một phần vì nó có thể đo lường gần đúng và phân biệt được cú sốc âm, dương - điều GARCH, GARCH-M không thể.

- Xét theo góc độ thống kê, sự biến động chỉ số thị trường các nước đều có tính biến động cụm, phương sai thay đổi và tồn tại nhiều phần tử ngoại lai. Nguyên nhân chủ yếu do đại dịch COVID-19. Ngoài ra, tác giả cũng tìm thấy các bằng chứng cho thấy đây cũng là tác nhân chính làm giảm tỷ suất lợi nhuận thị trường, gia tăng mức độ biến động thị trường và sự biến động này còn tiếp tục kéo dài trong tương lai.
- Tác giả khám phá sự tồn tại của hiệu ứng đòn bẩy ở thị trường tài chính các nước, nghĩa là khi tỷ suất lợi nhuận giảm sẽ làm tăng độ biến động thị trường trong tương lai. Hay ở cùng mức độ các cú sốc âm gây ra bởi tin tức xấu tác động đến thị trường mạnh hơn cú sốc dương gây ra bởi tin tức tốt, giải thích cho việc thị trường tăng trưởng âm trong giai đoạn đại dịch, đặc biệt khi các tin tức xấu xuất hiện.
- Tuy tác giả không tìm thấy sự tồn tại của hiệu ứng phản hồi biến động trong giai đoạn đại dịch: biến động thị trường tăng sẽ làm tăng tỷ suất lợi nhuận trong tương lai. Nhưng điều này đúng với dự kiến ban đầu vì ảnh hưởng của đại dịch nên toàn bộ nền kinh tế suy thoái và rủi ro thị trường tăng cao, nên không thể có sự đánh đổi giữa rủi ro và tỷ suất lợi nhuận ở giai đoạn này. Đồng nghĩa với việc đối với danh mục đầu tư mô phỏng thị trường, ở cùng mức rủi ro, nhà đầu tư ở hiện tại nhận được mức tỷ suất lợi nhuận thấp hơn trong quá khứ. Việc xuất hiện phần bù rủi ro đối với ước lượng mẫu tổng thể vì nó được mang lại từ trước khi đại dịch xảy ra. Do đó, các nhà đầu tư cần cân nhắc kỹ bởi ở giai đoạn này phải gánh chịu mức rủi ro tổng thể cao hơn nhưng không mang lại phần bù rủi ro tương xứng.
- Thị trường tài chính Việt Nam gây ngạc nhiên khi khác biệt với các thị trường còn lại vì vẫn duy trì được phần bù rủi ro ở cả trước và trong giai đoạn đại dịch. Nguyên nhân có thể bắt nguồn từ số ca lây nhiễm COVID-19 rất ít và mức độ hội nhập thị trường không cao như các nước phát triển, nên chịu ít tác động từ hiệu ứng truyền nhiễm hơn. Cho thấy bức tranh mới về các thị trường đang phát triển có thể là điểm sáng cho các nhà đầu tư khi thị trường biến động đi xuống.
- Các tài sản năng lượng, tiêu biểu là dầu thô Brent mang lại nguy cơ rủi ro cao khi biến động gần như khớp với sự đi xuống của thị trường, cảnh báo nhà đầu tư cần sớm thay đổi chiến lược (kể cả với các danh mục đầu tư dài hạn).

## Tài liệu tham khảo

- 20 Largest Stock Exchanges In The World. Finance.yahoo.com. (2020). Retrieved 1 April 2021, from <https://finance.yahoo.com/news/20-largest-stock-exchanges-world-175549152.html>.
- APAC: largest stock exchanges by market cap 2019 | Statista. Statista. (2019). Retrieved 1 April 2021, from <https://www.statista.com/statistics/265236/domestic-market-capitalization-in-the-asia-pacific-region/>.
- Ashraf, B. (2020). Stock markets' reaction to COVID-19: Cases or fatalities?. *Research In International Business And Finance*, 54, 101249. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101249>
- Brooks, R., Faff, R., McKenzie, M., & Mitchell, H. (2000). A multi-country study of power ARCH models and national stock market returns. *Journal Of International Money And Finance*, 19(3), 377-397. [https://doi.org/10.1016/s0261-5606\(00\)00011-5](https://doi.org/10.1016/s0261-5606(00)00011-5)
- China. Transparency.org. (2020). Retrieved 1 April 2021, from <https://www.transparency.org/en/countries/china>.
- Choi, S. (2020). Industry volatility and economic uncertainty due to the COVID-19 pandemic: Evidence from wavelet coherence analysis. *Finance Research Letters*, 37, 101783. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101783>
- Congressional Research Service. (2021). Global Economic Effects of COVID-19 (p. 2). Retrieved from <https://fas.org/sgp/crs/row/R46270.pdf>.
- Corbet, S., Larkin, C., & Lucey, B. (2020). The Contagion Effects of the COVID-19 Pandemic: Evidence from Gold and Cryptocurrencies. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3564443>.
- Coronavirus Update (Live): 131,910,265 Cases and 2,865,921 Deaths from COVID-19 Virus Pandemic - Worldometer. Worldometers.info. (2020). Retrieved 1 April 2021, from [https://www.worldometers.info/coronavirus/?utm\\_campaign=homeAdvegas1?](https://www.worldometers.info/coronavirus/?utm_campaign=homeAdvegas1?)
- Cuong, P., Ngoc, T., Cong, B., & Chau, V. (2019). NOISE TRADER RISK: EVIDENCE FROM VIETNAM STOCK MARKET. *Hue University Journal Of Science: Economics And Development*, 128(5C), 5. <https://doi.org/10.26459/hueuni-jed.v128i5c.5083>
- Del Giudice, A., & Paltrinieri, A. (2017). The impact of the Arab Spring and the Ebola outbreak on African equity mutual fund investor decisions. *Research In International Business And Finance*, 41, 600-612. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.05.004>
- ENGLE, R., & NG, V. (1993). Measuring and Testing the Impact of News on Volatility. *The Journal Of Finance*, 48(5), 1749-1778. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb05127.x>
- FTSE 100 suffers worst quarter since 1987 as Covid-19 recession looms - as it happened. *The Guardian*. (2020). Retrieved 1 April 2021, from <https://www.theguardian.com/business/live/2020/mar/31/china-economy-picks-up-covid-19-german-unemployment-us-confidence-stock-markets-business-live>.
- Girard, E., & Biswas, R. (2007). Trading Volume and Market Volatility: Developed versus Emerging Stock Markets. *The Financial Review*, 42(3), 429-459. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2007.00178.x>

- Giudi, F. (2009). Volatility and Long-Term Relations in Equity Markets: Empirical Evidence from Germany, Switzerland, and the UK. *The IUP Journal Of Financial Economics*, 7(2), 7-39. Retrieved 1 April 2021, from .
- Hao, T., & Tran, H. (2016). Market volatility anlysis and financial stock return volatility modeling by symmetric and asymmetric garch - evidence from financial industry of ho cho minh stock exchange (Undergraduate). Hoa Sen University.
- Home - Johns Hopkins Coronavirus Resource Center. Johns Hopkins Coronavirus Resource Center. (2020). Retrieved 1 April 2021, from <https://coronavirus.jhu.edu/>.
- Hung, J. (2009). A Fuzzy Asymmetric GARCH model applied to stock markets. *Information Sciences*, 179(22), 3930-3943. <https://doi.org/10.1016/j.ins.2009.07.009>
- Ichev, R., & Marinč, M. (2018). Stock prices and geographic proximity of information: Evidence from the Ebola outbreak. *International Review Of Financial Analysis*, 56, 153-166. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.12.004>
- Investing.com - Stock Market Quotes & Financial News. Investing.com. (2020). Retrieved 1 April 2021, from <https://www.investing.com/>.
- Karmakar, M. (2007). Asymmetric Volatility and Risk-return Relationship in the Indian Stock Market. *South Asia Economic Journal*, 8(1), 99-116. <https://doi.org/10.1177/139156140600800106>
- Mad March: how the stock market is being hit by COVID-19. World Economic Forum. (2020). Retrieved 1 April 2021, from <https://www.weforum.org/agenda/2020/03/stock-market-volatility-coronavirus/>.
- McKibbin, W., & Fernando, R. (2021). The Global Macroeconomic Impacts of COVID-19: Seven Scenarios. *Asian Economic Papers*, 1-30. [https://doi.org/10.1162/asep\\_a\\_00796](https://doi.org/10.1162/asep_a_00796)
- Najand, M. (2002). Forecasting Stock Index Futures Price Volatility: Linear vs. Nonlinear Models. *The Financial Review*, 37(1), 93-104. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00006>
- Perfect Storm Plunges Asia Stocks Into Bear Markets One by One. Bloomberg (2020). Retrieved 1 April 2021, from <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-03-09/perfect-storm-is-plunging-asia-stocks-to-bear-markets-one-by-one>.
- Rizwan, M., Ahmad, G., & Ashraf, D. (2020). Systemic risk: The impact of COVID-19. *Finance Research Letters*, 36, 101682. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101682>.
- Siourounis, G. (2002). Modelling volatility and testing for efficiency in emerging capital markets: the case of the Athens stock exchange. *Applied Financial Economics*, 12(1), 47-55. <https://doi.org/10.1080/09603100110088003>
- Topcu, M., & Gulal, O. (2020). The impact of COVID-19 on emerging stock markets. *Finance Research Letters*, 36, 101691. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101691>
- World Health Organization. (2020). Coronavirus disease (COVID-19). Retrieved from <https://apps.who.int/iris/bitstream/handle/10665/336034/nCoV-weekly-sitrep11Oct20-eng.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.



# 21.

## TÁC ĐỘNG CỦA ĐẠI DỊCH COVID-19 ĐẾN SỰ BIẾN ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Võ Hoàng Oanh \*

Lê Thị Lanh \*\*

Lê Phan Thị Diệu Thảo\*\*\*

### *Tóm tắt*

*Nghiên cứu này đánh giá tác động của đại dịch COVID-19 đến biến động của thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn từ 30/01/2020 đến 16/03/2021 với dữ liệu tần suất ngày. Cụ thể, nghiên cứu kiểm tra xem số ca nhiễm và số ca tử vong do COVID-19 trên toàn thế giới và tại Việt Nam tác động như thế nào đến sự biến động của các chỉ số VNIndex, VN30, HNXIndex và HNX30. Khi đã kiểm soát nhân tố khối lượng giao dịch và hiệu ứng ngày trong tuần, kết quả từ mô hình GARCH (1,1) cho thấy COVID-19 thực sự có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đến tỷ suất sinh lợi và có tác động dương lên sự biến động của thị trường chứng khoán Việt Nam ở cả hai sàn HSX và HNX. Ngoài ra, số liệu về COVID-19 trên toàn thế giới có mức ảnh hưởng mạnh hơn đến biến động của thị trường khi so sánh với số liệu riêng tại Việt Nam.*

*Từ khóa:* COVID-19, biến động thị trường chứng khoán, GARCH.

### 1. Giới thiệu

Xét về ảnh hưởng của đại dịch COVID-19 đến thị trường chứng khoán, đã có một số nghiên cứu trên thế giới tìm hiểu, đánh giá về vấn đề này. Hơn nữa, các nghiên cứu liên quan đang tăng trưởng nhanh chóng về mặt số lượng cũng như phạm vi nghiên cứu (Baker et al., 2020; Gormsen & Koijen, 2020; Yilmazkuday, 2020). Nghiên cứu của Yilmazkuday (2020) đánh giá tác động của số ca nhiễm COVID-19 tại Mỹ lên biến động hằng ngày của chỉ số S&P500 trong giai đoạn từ tháng 1 năm 2020 đến tháng 8 năm 2020. Tác giả Baker và các cộng sự (2020) dùng phương pháp nghiên cứu dựa trên phân tích từ ngữ (text-based method) để phân tích phản ứng của thị trường chứng khoán Mỹ trước đại dịch COVID-19 so sánh với các đại

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [lanhtcdn@ueh.edu.vn](mailto:lanhtcdn@ueh.edu.vn)

dịch khác trong lịch sử thế giới. Kết quả của họ cho thấy rằng đại dịch COVID-19 có ảnh hưởng lớn hơn rất nhiều đến biến động của thị trường chứng khoán so với các đợt dịch khác, ví dụ Ebola. Trong nghiên cứu của Gormsen và Kojien (2020), hai tác giả đã phân tích phản ứng của thị trường chứng khoán Mỹ và EU trước sự bùng nổ của đại dịch COVID-19 theo nhiều khung thời gian khác nhau. Mazur và cộng sự (2021) kiểm định tác động của đại dịch COVID-19 lên thị trường chứng khoán Mỹ thông qua mẫu quan sát gồm các công ty thuộc nhiều ngành khác nhau trong chỉ số S&P1500. Akhtaruzzaman và cộng sự (2021) xem xét tác động về mặt lây lan tài chính (financial contagion) giữa Trung Quốc và các quốc gia G7 do ảnh hưởng của COVID-19.

Trong quá trình phản ứng trước đại dịch COVID-19, dù là quốc gia kề cận với Trung Quốc-nơi bắt đầu khởi phát đại dịch, Việt Nam là một trong số ít các quốc gia trên thế giới kiểm soát được tốt số ca nhiễm và số ca tử vong trong cộng đồng, đạt được những thành tựu nhất định và được sự công nhận từ thế giới. Các cơ quan quản lý và nhà hành pháp ở Việt Nam đã đạt được thành công trên thông qua các biện pháp giãn cách xã hội nghiêm ngặt cũng như những phản ứng nhanh chóng về mặt chính sách hành chính lẫn tài chính (Huynh, 2020). Điều này đặt ra vấn đề liệu rằng với những thành công đã được công nhận như trên thì thị trường chứng khoán Việt Nam phản ứng như thế nào trước tình hình diễn biến của đại dịch này trên thế giới và ngay tại chính Việt Nam?

Nghiên cứu này xem xét tác động của số ca nhiễm và số ca tử vong do COVID-19 trên toàn thế giới và tại Việt Nam đến sự biến động của thị trường chứng khoán Việt Nam. Cụ thể, nghiên cứu kiểm tra xem sự thay đổi trong số ca nhiễm và số ca tử vong do COVID-19 trên toàn thế giới và tại Việt Nam tác động như thế nào đến biến động của các chỉ số VNIndex, VN30, HNXIndex và HNX30. Nghiên cứu sử dụng mẫu nghiên cứu tần suất ngày trong khoảng thời gian từ ngày 30/01/2020 đến ngày 16/03/2021, bao gồm cả 2 làn sóng COVID đã diễn ra trên thế giới. Ngoài ra, nghiên cứu cũng đã xét đến ảnh hưởng của nhân tố khối lượng giao dịch và hiệu ứng ngày trong tuần trong quá trình kiểm định.

Kết quả từ mô hình GARCH(1,1) cho thấy khi số ca nhiễm và số ca tử vong do COVID-19 tăng lên thì tỷ suất sinh lợi của các chỉ số chứng khoán kể trên sụt giảm có ý nghĩa thống kê, xét cho cả số ca nhiễm và số ca tử vong do COVID-19 trên toàn thế giới và tại riêng Việt Nam. Trong đó, tác động của số ca nhiễm rõ ràng và mạnh hơn so với số ca tử vong do COVID-19. Mức tác động của tình hình COVID-19 trên toàn thế giới và tại riêng Việt Nam đến biến động của thị trường chứng khoán Việt Nam có độ lớn tương tự nhau. Khi xét đến sự biến động của thị trường thông qua phương sai của các chỉ số chứng khoán, kết quả nghiên cứu cho thấy COVID-19 đã làm tăng mức biến động của thị trường với mức ý nghĩa thống kê cao từ 5% đến 1%.

## 2. Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm có liên quan

Biến động hay sự biến động (volatility) là thước đo thống kê thể hiện sự phân tán trong tỷ suất sinh lợi của một chứng khoán hay một chỉ số chứng khoán. Sự biến động thông thường được đo lường thông qua độ lệch chuẩn hay phương sai tỷ suất sinh lợi của chứng khoán đó hay chỉ số đó. Trong thị trường chứng khoán, biến động thường liên quan đến những thay đổi lớn trong giá chứng khoán ở cả hai chiều (tăng và giảm). Mức độ biến động của một chứng khoán hay một chỉ số chứng khoán nhất định thể hiện mức độ không chắc chắn hay rủi ro gắn với sự thay đổi của giá chứng khoán. Mức biến động cao hơn nghĩa là giá trị của chứng khoán (hay chỉ số chứng khoán) đó có khả năng nằm trong một phạm vi rộng hơn. Điều này có nghĩa là giá chứng khoán có thể thay đổi đáng kể trong khoảng thời gian ngắn ở cả hai chiều. Mức biến động thấp hơn có nghĩa là giá chứng khoán không biến động đột ngột và có xu hướng ổn định hơn.

Biến động của chứng khoán nói riêng và thị trường chứng khoán nói chung chịu tác động của nhiều nhân tố khác nhau như các yếu tố kinh tế vĩ mô cơ bản (lãi suất, lạm phát, chính sách tài chính), mức độ hoạt động kinh tế- the level of economic activity (ví dụ như mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính, đòn bẩy hoạt động của các doanh nghiệp), khả năng sinh lợi của doanh nghiệp, mức độ giao dịch của thị trường (ngày giao dịch, khối lượng giao dịch) và các cú sốc thị trường (Schwert, 1989).

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm đã được thực hiện nhằm mục tiêu đánh giá tác động của COVID-19 đến thị trường chứng khoán toàn cầu trên nhiều góc độ và phạm vi khác nhau ngay từ giai đoạn đầu của đại dịch. Một số nghiên cứu xem xét phản ứng và mức độ bị tác động của các doanh nghiệp trước đại dịch trong khi số khác đánh giá trên góc độ toàn thị trường; một nhóm các nghiên cứu thực hiện với dữ liệu của một hoặc một vài thị trường riêng biệt trong khi nhóm còn lại dùng dữ liệu toàn cầu với số lượng lớn các quốc gia bị ảnh hưởng bởi dịch COVID-19 (Al-Awadhi, Alsaifi, Al-Awadhi, & Alhammadi, 2020; Erdem, 2020; Gormsen & Kojen, 2020; Onali, 2020; Personal, Archive, Henk, Kyvik, & Analysis, 2007; Yilmazkuday, 2020; Zhang, Hu, & Ji, 2020).

Goodell (2020) tổng hợp những tác động về mặt kinh tế và xã hội của đại dịch COVID-19 trên phạm vi toàn cầu qua những phân tích trong những nghiên cứu khác nhau ở giai đoạn đầu của đại dịch này. Tác giả đã xem xét trên nhiều khía cạnh khác nhau như: nền kinh tế, lĩnh vực ngân hàng và bảo hiểm, chính phủ và công chúng, thị trường tài chính và hoạt động tài trợ và chi phí vốn của doanh nghiệp. Qua những nội dung tổng hợp và phân tích, tác giả cho thấy rằng thiên tai tự nhiên hoàn toàn có thể gây ra thiệt hại về mặt kinh tế trên quy mô chưa từng có trước đây. COVID-19 có tác động trực tiếp đến nền kinh tế toàn cầu ở mọi khu vực và mọi lĩnh vực. Đây là vấn đề đặt ra cho

giới học giả trong nhiều năm tới khi những hiện tượng như vậy có thể xảy ra và thực sự có khả năng xảy ra (Goodell, 2020).

Sử dụng phương pháp phân tích dựa trên văn bản (text-based methods), Baker và cộng sự (2020) đánh giá mức độ tác động của đại dịch COVID-19 đến thị trường chứng khoán Mỹ so sánh với các đại dịch khác đã diễn ra trên thế giới như dịch cúm Tây Ban Nha 1918-1920, dịch cúm 1957-1958, dịch cúm 1968 hay dịch SARS, Ebola. Các tác giả đã cho thấy mức độ tác động chưa từng được ghi nhận trước đây của đại dịch COVID-19 đến sự biến động của thị trường chứng khoán Mỹ. Theo đó, trước khi đại dịch COVID-19 xảy ra chưa từng có đợt bùng phát dịch bệnh truyền nhiễm nào có ảnh hưởng đáng kể đến sự biến động của thị trường chứng khoán Mỹ và đại dịch COVID-19 đã thúc đẩy sự biến động mạnh mẽ của thị trường trong giai đoạn nghiên cứu, là tác nhân chính yếu gây ra những biến động mạnh mẽ trên thị trường chứng khoán Mỹ (Baker et al., 2020).

Ashraf (2020) kiểm tra phản ứng của thị trường chứng khoán trước đại dịch COVID-19 trên 64 quốc gia trong giai đoạn từ ngày 22/01/2020 đến ngày 17/04/2020. Kết quả cho thấy thị trường chứng khoán phản ứng nhanh chóng trước các thông tin liên quan đến tốc độ gia tăng của số ca nhiễm và số ca tử vong do COVID-19. Bên cạnh đó, thị trường phản ứng mạnh mẽ hơn ở những ngày đầu phát hiện các ca nhiễm so với giai đoạn từ 40 đến 60 ngày sau ca nhiễm đầu tiên (Ashraf, 2020).

Nghiên cứu của Zhang và cộng sự (2020) đã thống kê lại những tác động mạnh mẽ của đại dịch COVID-19 đến biến động của thị trường chứng khoán tại 12 quốc gia trên thế giới. Cụ thể, mức độ rủi ro thị trường tại các quốc gia này đã tăng đáng kể từ 0.0071 vào tháng 2/2020 lên 0.0196 vào tháng 3/2020 (Zhang et al., 2020).

Erdem (2020) phân tích phản ứng của thị trường chứng khoán trước các thông báo liên quan đến số ca nhiễm và số ca tử vong do COVID-19 thông qua chỉ số chứng khoán của 75 quốc gia giai đoạn từ 1/2020 đến 4/2020. Kết quả của tác giả cho thấy các thị trường chứng khoán bị tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê: tỷ suất sinh lời của các chỉ số giảm trong khi độ biến động tăng. Ngoài ra, mức tác động của số ca nhiễm hầu hết gấp 3 lần mức tác động của số ca tử vong, trong đó những quốc gia có tính tự do cao hơn thì chịu tác động ít hơn (Erdem, 2020).

Onali (2020) kiểm tra tác động của đại dịch COVID-19 lên thị trường chứng khoán Mỹ với bộ dữ liệu hằng ngày của chỉ số S&P500 và Dow Jones giai đoạn 08/4/2019 – 09/4/2020. Khi kiểm soát hiệu ứng ngày trong tuần cũng như tác động của chỉ số biến động kỳ vọng của thị trường, tác giả cho thấy thị trường chứng khoán Mỹ không bị tác động bởi sự thay đổi trong số ca nhiễm và số ca tử vong do COVID-19 tại Mỹ và sáu quốc gia khác mà thay vào đó lại chịu ảnh hưởng từ số liệu liên quan tại Trung Quốc (Onali, 2020).

Sharma (2020) đưa ra bằng chứng về tính tương đồng (commonality) trong biến động của thị trường chứng khoán ở năm nền kinh tế phát triển tại châu Á (bao gồm Hồng Kông, Nhật, Nga, Singapore và Hàn Quốc) trong giai đoạn khủng hoảng COVID-19. Ngoài ra, tính tương đồng này không chỉ ở phạm vi toàn thị trường mà còn tồn tại ở phạm vi giữa các cổ phiếu khác nhau (Sharma, 2020).

Mazur và cộng sự (2021) đánh giá tác động của đại dịch COVID-19 đến thị trường chứng khoán Mỹ trên những nhóm ngành khác nhau. Các tác giả tìm thấy bằng chứng rằng nhóm cổ phiếu thuộc các ngành khí tự nhiên, thực phẩm, chăm sóc sức khỏe và công nghệ đạt được mức sinh lời dương cao trong khi đó giá trị cổ phiếu của các công ty thuộc nhóm ngành dầu mỏ, bất động sản, giải trí và bệnh viện sụt giảm đáng kể. Hơn nữa, các cổ phiếu thuộc nhóm sau có mức độ biến động bất cân xứng cực lớn và tương quan âm với tỷ suất sinh lợi (Mazur, Dang, & Vega, 2021).

Akhtaruzzaman và cộng sự (2021) nghiên cứu về sự lây lan tài chính giữa Trung Quốc với các nước G7 thông qua các công ty thuộc nhóm ngành tài chính lẫn các công ty phi tài chính. Nhóm tác giả sử dụng dữ liệu trong giai đoạn COVID-19 từ 12/2019 đến 3/2020 so sánh với giai đoạn trước dịch COVID-19 từ 1/2013-12/2019. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm của họ cho thấy mối tương quan giữa tỷ suất sinh lợi của các chứng khoán ở các quốc gia này gia tăng có ý nghĩa thống kê so với giai đoạn trước đó với ảnh hưởng lớn hơn đến từ các công ty tài chính (Akhtaruzzaman, Boubaker, & Sensoy, 2021).

Qua những phân tích ở trên có thể thấy, các nghiên cứu đa phần xem xét ảnh hưởng của đại dịch COVID-19 đến các thị trường chứng khoán phát triển và những quốc gia chịu ảnh hưởng lớn từ đại dịch COVID-19 với số ca nhiễm lớn và tốc độ gia tăng cao. Những nghiên cứu này cũng chỉ dừng lại ở dữ liệu về số ca nhiễm và số ca tử vong do COVID-19 tại từng quốc gia mà chưa xét đến số liệu được công bố và cập nhật hằng ngày của toàn thế giới. Chưa có nghiên cứu đánh giá xem liệu với kết quả thành công trong công tác ứng phó và kiểm soát đại dịch COVID-19 tại một quốc gia mới nổi như Việt Nam thì thị trường chứng khoán có thực sự bị tác động trước những diễn biến dịch bệnh trên thế giới và tại chính quốc gia sở tại hay không? Ngoài ra, tính đến thời điểm hiện tại, khi cả thế giới đã bước sang năm COVID thứ 2 và vắc xin COVID-19 đã bắt đầu được tiêm chủng ở nhiều quốc gia trên phạm vi toàn cầu thì phản ứng của thị trường chứng khoán như thế nào?

Nghiên cứu hiện tại giải quyết vấn đề trên thông qua việc kiểm tra xem biến động của các chỉ số chính của thị trường chứng khoán Việt Nam bao gồm VNIndex, VN30, HNXIndex, HNX30 phản ứng như thế nào trước sự thay đổi trong số ca nhiễm và số ca tử vong do COVID-19 trên toàn thế giới và tại riêng Việt Nam trong giai đoạn từ tháng 2/2020 đến tháng 3/2021. Ngoài ra, để đánh giá chính xác hơn tác động của đại dịch

COVID-19 đến biến động của thị trường chứng khoán, nghiên cứu đưa vào cả nhân tố khối lượng và dịch và hiệu ứng ngày trong tuần đóng vai trò của biến kiểm soát trong mô hình GARCH (1,1).

### 3. Phương pháp nghiên cứu và nguồn dữ liệu

Trong nghiên cứu này, mô hình GARCH (1,1) với ước lượng sai số chuẩn hiệu chỉnh (robust standard errors) được sử dụng để đánh giá tác động của COVID-19 lên tỷ suất sinh lợi và biến động của thị trường chứng khoán Việt Nam khi kiểm soát tác động của nhân tố khối lượng giao dịch và hiệu ứng ngày trong tuần (các biến kiểm soát). Tỷ suất sinh lợi của thị trường được đo lường thông qua tỷ suất sinh lợi của 4 chỉ số chính tại thị trường Việt Nam: VNIndex, VN30, HNXIndex, HNX30. Biến động của thị trường được đo lường thông qua phương sai của tỷ suất sinh lợi của các chỉ số này sau khi đã kiểm soát tác động của COVID-19 và các biến kiểm soát liên quan đến khối lượng giao dịch và hiệu ứng ngày trong tuần. Cụ thể, mô hình ước lượng được trình bày trong phương trình (1) và (2) bên dưới:

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_t + \alpha_2 \text{Volumes}_t + \sum \beta_i D_i + \epsilon_t \quad (1)$$

$$\sigma_t^2 = \exp(\lambda_0 + \lambda_1 X_t) + \gamma_0 \epsilon_{t-1} + \gamma_1 \sigma_{t-1}^2 \quad (2)$$

Với phương trình (1) là phương trình trung bình có điều kiện, ước lượng tác động của đại dịch COVID-19 và các biến kiểm soát lên tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Việt Nam - thể hiện qua biến số  $y_t$ ; phương trình (2) là phương trình phương sai có điều kiện, ước lượng tác động của COVID-19 lên biến động của thị trường chứng khoán Việt Nam- được đo lường bằng biến số  $\sigma_t^2$ .  $\sigma_t^2$  là phương sai có điều kiện của sai số ước lượng  $\epsilon_t$  từ phương trình (1). Trong đó,  $y_t$  và  $\text{Volumes}_t$  lần lượt là mức thay đổi tương đối trong giá trị và khối lượng giao dịch của các chỉ số VNIndex, VN30, HNXIndex, HNX30 ở ngày giao dịch  $t$  so với ngày giao dịch liền trước (ở dạng logarit tự nhiên).  $X_t$  là mức tỷ lệ gia tăng trong số ca nhiễm hoặc số ca tử vong do COVID-19 trên toàn thế giới và tại Việt Nam ở ngày  $t$ .  $X_t$  được tính bằng cách lấy  $\ln(1+x_t) - \ln(1+x_{t-1})$  với  $x_t$  ( $x_{t-1}$ ) là tổng số ca nhiễm hoặc tổng số ca tử vong do COVID-19 ở ngày  $t$  ( $t-1$ );  $\ln$  là hàm logarit tự nhiên.  $D_i$  là biến giả ngày trong tuần. Ngoài ra, nghiên cứu này còn đưa thành phần phương sai thay đổi nhân bội (multiplicative heteroscedasticity) trong (Harvey, 1976) để ước lượng tác động của số ca nhiễm và số ca tử vong do COVID-19 trong điều kiện mẫu nhỏ hiện tại.

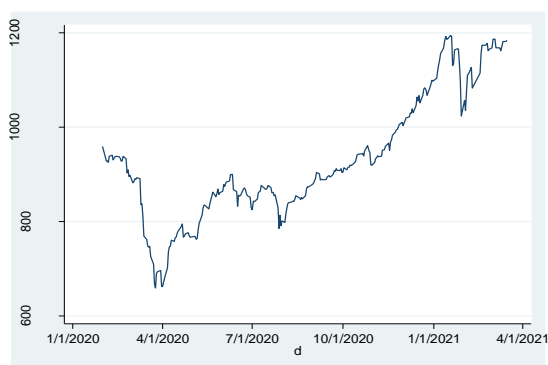
Dữ liệu về số ca nhiễm và số ca tử vong do COVID-19 được thu thập từ trang web [ourworldindata.org](http://ourworldindata.org). Các số liệu liên quan đến giá trị và khối lượng giao dịch của các chỉ số VNIndex, VN30, HNXIndex, HNX30 được thu thập từ trang web [vietstock.vn](http://vietstock.vn).

Thời gian của các số liệu được lấy trong giai đoạn từ ngày 30/01/2020 đến ngày 16/03/2021.

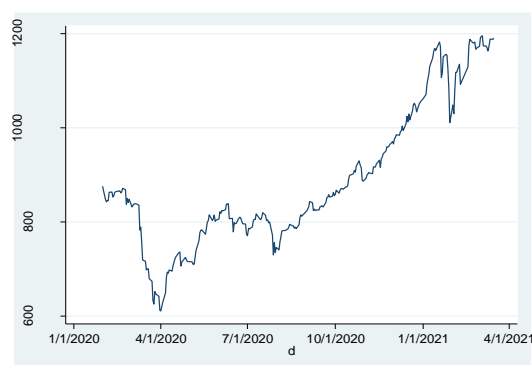
#### 4. Kết quả

Diễn biến trong giá trị các chỉ số chính tại thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn dịch COVID-19 được trình bày ở các Hình 1, 2, 3 và 4. Có thể thấy rằng cả 4 chỉ số đều biến động khá lớn trong khoảng thời gian nghiên cứu và có những giai đoạn cả bốn chỉ số đều sụt giảm đáng kể như giai đoạn giữa tháng 3- đầu tháng 4/2020, giai đoạn cuối tháng 7-đầu tháng 8/2020 hay giai đoạn đầu tháng 3/2021, ứng với các đợt bùng phát dịch mới trong cộng đồng tại Việt Nam.

**Hình 1: Diễn biến của chỉ số VNIndex giai đoạn 30/01/2020 – 16/03/2021**

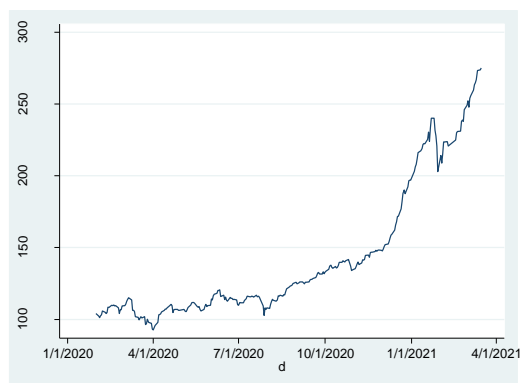


**Hình 2: Diễn biến của chỉ số VN30 giai đoạn 30/01/2020 – 16/03/2021**

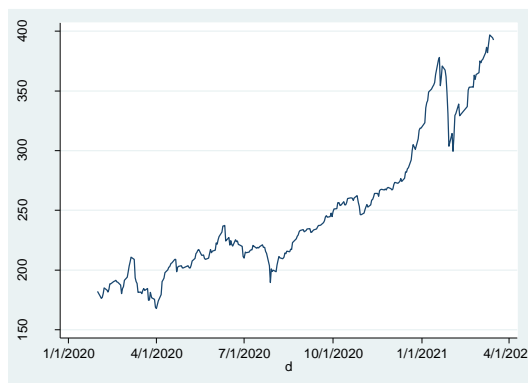


Tuy nhiên, khi xét đến cả các thông tin về dịch COVID-19 trên toàn thế giới thì liệu tác động của số ca nhiễm và số ca tử vong do COVID-19 tại Việt Nam đến biến động thị trường chứng khoán thực sự có ý nghĩa thống kê hay không? Trả lời cho câu hỏi này, các kết quả ước lượng từ mô hình GARCH (1,1) được trình bày trong Bảng 1, 2, 3 và 4 lần lượt cho các chỉ số VNIndex, VN30, HNXIndex, HNX30. Trong đó, Panel A của mỗi bảng trình bày các hệ số ước lượng khi xét ảnh hưởng của số ca nhiễm và số ca tử vong do COVID-19 trên toàn thế giới lên biến động của các chỉ số chứng khoán; Panel B trình bày kết quả đối với số liệu liên quan tại riêng Việt Nam.

**Hình 3: Diễn biến của chỉ số HNXIndex giai đoạn 30/01/2020 – 16/03/2021**



**Hình 4: Diễn biến của chỉ số HNX30 giai đoạn 30/01/2020 – 16/03/2021**



Có thể thấy trong Panel A của Bảng 1 rằng sự thay đổi trong số ca nhiễm COVID-19 trên toàn thế giới có tác động âm đến tỷ suất sinh lợi của chỉ số VNIndex trong khi số ca tử vong không có tác động, với mức ý nghĩa thống kê 5%. Giá trị hệ số ước lượng đối với nhân tố số ca nhiễm COVID-19 là -0.065, cùng chiều tác động nhưng mức tác động lớn hơn về giá trị tuyệt đối so với hệ số ước lượng tương tự trong nghiên cứu của Erdem (2020). Về mặt biến động của chỉ số này, một lần nữa cho thấy tác động có ý nghĩa thống kê của nhân tố tổng số ca nhiễm (với hệ số ước lượng là 7.081) trong khi số ca tử vong do COVID-19 cũng không có tác động có ý nghĩa thống kê. Panel B của Bảng 1 trình bày các kết quả ước lượng tương tự như trên khi sử dụng số liệu về đại dịch COVID-19 tại riêng Việt Nam tuy nhiên mức độ ảnh hưởng của các thông tin về COVID-19 tại Việt Nam nhỏ hơn và có mức ý nghĩa thống kê cũng thấp hơn so với số liệu liên quan của toàn thế giới.

Khi xét đến 3 chỉ số còn lại của thị trường chứng khoán Việt Nam, các hệ số ước lượng từ mô hình nghiên cứu được trình bày trong các Bảng 2, 3 và 4. Kết quả ước lượng trong các bảng này thể hiện rằng sau khi đã xét tới ảnh hưởng của nhân tố khối lượng giao dịch và hiệu ứng ngày trong tuần lên sự biến động của thị trường chứng khoán, đại dịch COVID-19 thực sự có ảnh hưởng tiêu cực lên tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán Việt Nam đồng thời làm gia tăng đáng kể mức độ biến động của thị trường trong giai đoạn diễn ra đại dịch. Như vậy đại dịch COVID-19 thực sự có tác động đến biến động thị trường chứng khoán Việt Nam dù cho Việt Nam là một trong số ít các quốc gia trên thế giới đạt được thành công trong việc ứng phó và chống dịch COVID-19 với số ca nhiễm và số ca tử vong rất ít.



**Bảng 1: Tác động của số ca nhiễm và số ca tử vong do Covid đến chỉ số VNIndex giai đoạn 30/01/2020 – 16/03/2021 bằng mô hình ước lượng GARCH (1,1)**

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_t + \alpha_2 \text{Volumes}_t + \sum \beta_i D_i + \epsilon_t$$

$$\sigma_t^2 = \exp(\lambda_0 + \lambda_1 X_t) + \gamma_0 \epsilon_{t-1} + \gamma_1 \sigma_{t-1}^2$$

Panel A: Thế giới	VNIndex	HET	ARCH	VNIndex	HET	ARCH
KLGD của VNIndex (Ln)	-0.010** (-1.96)			-0.007 (-0.28)		
Tổng ca nhiễm của thế giới	-0.065** (-2.37)	7.081** (-2.06)				
Tổng ca tử vong của thế giới				-0.002 (-0.32)	0.575 (-0.63)	
L.arch			0.393** (-2.41)			0.236 (-0.08)
L.garch			0.271 (-1)			0.622 (-0.11)
Hằng số (alpha0)	0.004*** (-2.67)			0.002 (-1.02)	-10.330 (-0.54)	
Biến giả ngày trong tuần	Có	Không	Không	Có	Không	Không
Số quan sát	283	283	283	283	283	283
Panel B: Việt Nam	VNIndex	HET	ARCH	VNIndex	HET	ARCH
KLGD của VNIndex (Ln)	-0.008* (-1.82)			-0.007 (-1.54)		
Tổng ca nhiễm của Việt Nam	-0.046* (-1.85)	3.470*** (-4.25)				
Tổng ca tử vong của Việt Nam				0.010* (-1.68)	- 27.50*** (-2.75)	
L.arch			0.377** (-2.57)			0.224 (-1.63)
L.garch			0.424*** (-3.4)			0.605** (-2.57)
Hằng số (alpha0)	0.002 (-1.59)	-10.02*** (-22.12)		0.002 (-1.25)	- 10.10*** (-11.92)	
Biến giả ngày trong tuần	Có	Không	Không	Có	Không	Không
Số quan sát	283	283	283	283	283	283

Ghi chú: Cột VNIndex trình bày kết quả ước lượng đối với phương trình trung bình có điều kiện. Cột HET trình bày kết quả ước lượng đối với  $\lambda_0$  và  $\lambda_1$ . Cột ARCH trình bày kết quả ước lượng của phương trình phương sai có điều kiện. Các giá trị thống kê z được trình bày trong ngoặc đơn. Dấu \*\*\*, \*\*, \* lần lượt đại diện cho mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

**Bảng 2: Tác động của số ca nhiễm và số ca tử vong do Covid đến chỉ số VN30 giai đoạn 30/01/2020 – 16/03/2021 bằng mô hình ước lượng GARCH (1,1)**

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_t + \alpha_2 \text{Volumes}_t + \sum \beta_i D_i + \epsilon_t$$

$$\sigma_t^2 = \exp(\lambda_0 + \lambda_1 X_t) + \gamma_0 \epsilon_{t-1} + \gamma_1 \sigma_{t-1}^2$$

Panel A: Thế giới	VN30	HET	ARCH	VN30	HET	ARCH
KLGD của VN30 (Ln)	-0.004 (-0.91)			-0.003 (-0.67)		
	-					
Tổng ca nhiễm của thế giới	0.071** (-2.09)	7.972*** (-3)				
Tổng ca tử vong của thế giới				-0.003* (-1.71)	0.490 (-0.76)	
L.arch			0.396** (-2.48)			0.185 (-0.42)
L.garch			0.195 (-1.26)			0.677 (-0.77)
Hằng số (alpha0)	0.004** (-2.18)	-9.44*** (-29.92)		0.002 (-1.01)	-10.3*** (-2.90)	
Biến giả ngày trong tuần	Có	Không	Không	Có	Không	Không
Số quan sát	283	283	283	283	283	283
Panel B: Việt Nam	VN30	HET	ARCH	VN30	HET	ARCH
KLGD của VN30 (Ln)	-0.002 (-0.49)			-0.002 (-0.53)		
Tổng ca nhiễm của Việt Nam	-0.057* (-1.86)	3.883*** (-4.07)				
Tổng ca tử vong của Việt Nam				0.008 (-1.21)	-30.49*** (-2.77)	
L.arch			0.363** (-2.14)			0.204 (-1.35)
L.garch			0.346** (-2.46)			0.584** (-2.1)
Hằng số (alpha0)	0.003 (-1.47)	-9.59*** (-25.15)		0.002 (-1.03)	-9.77*** (-11.67)	
Biến giả ngày trong tuần	Có	Không	Không	Có	Không	Không
Số quan sát	283	283	283	283	283	283

Ghi chú: Cột VN30 trình bày kết quả ước lượng đối với phương trình trung bình có điều kiện. Cột HET trình bày kết quả ước lượng đối với  $\lambda_0$  và  $\lambda_1$ . Cột ARCH trình bày kết quả ước lượng của phương trình phương sai có điều kiện. Các giá trị thống kê z được trình bày trong ngoặc đơn. Dấu \*\*\*, \*\*, \* lần lượt đại diện cho mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

**Bảng 3: Tác động của số ca nhiễm và số ca tử vong do Covid đến chỉ số HNXIndex giai đoạn 30/01/2020 – 16/03/2021 bằng mô hình ước lượng GARCH (1,1)**

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_t + \alpha_2 \text{Volumes}_t + \sum \beta_i D_i + \epsilon_t$$

$$\sigma_t^2 = \exp(\lambda_0 + \lambda_1 X_t) + \gamma_0 \epsilon_{t-1} + \gamma_1 \sigma_{t-1}^2$$

Panel A: Thế giới	HNXIndex	HET	ARCH	HNXIndex	HET	ARCH
KLGD của HNXIndex (Ln)	-0.002 (-0.44)			-0.003 (-0.59)		
Tổng ca nhiễm của thế giới	-0.068** (-2.49)	0.350** (-2.42)				
Tổng ca tử vong của thế giới				-0.004** (-2.41)	-1.059 (-1.51)	
L.arch			0.350** (-2.42)			0.223* (-1.76)
L.garch			0.358** (-2.04)			0.765*** (-6.41)
Hằng số (alpha0)	0.007*** (-3.4)	-9.59*** (-20.61)		0.004** (-1.98)	-11.5*** (-10.33)	
Biến giả ngày trong tuần	Có	Không	Không	Có	Không	Không
Số quan sát	283	283	283	283	283	283
Panel B: Việt Nam	HNXIndex	HET	ARCH	HNXIndex	HET	ARCH
KLGD của HNXIndex (Ln)	0.001 (-0.17)			-0.003 (-0.61)		
Tổng ca nhiễm của Việt Nam	-0.063** (-2.08)	3.651*** (-4.53)				
Tổng ca tử vong của Việt Nam				0.002 (-0.39)	-29.58*** (-6.06)	
L.arch			0.308** (-2.46)			0.211** (-2.16)
L.garch			0.450*** (-3.12)			0.755*** (-6.69)
Hằng số (alpha0)	0.005*** (-2.68)	-9.728*** (-20.00)		0.004** (-2.26)	-11.00*** (-10.03)	
Biến giả ngày trong tuần	Có	Không	Không	Có	Không	Không
Số quan sát	283	283	283	283	283	283

Ghi chú: Cột HNXIndex trình bày kết quả ước lượng đối với phương trình trung bình có điều kiện. Cột HET trình bày kết quả ước lượng đối với  $\lambda_0$  và  $\lambda_1$ . Cột ARCH trình bày kết quả ước lượng của phương trình phương sai có điều kiện. Các giá trị thống kê z được trình bày trong ngoặc đơn. Dấu \*\*\*, \*\*, \* lần lượt đại diện cho mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

**Bảng 4: Tác động của số ca nhiễm và số ca tử vong do Covid đến chỉ số HNX30 giai đoạn 30/01/2020 – 16/03/2021 bằng mô hình ước lượng GARCH (1,1)**

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_t + \alpha_2 \text{Volumes}_t + \sum \beta_i D_i + \epsilon_t$$

$$\sigma_t^2 = \exp(\lambda_0 + \lambda_1 X_t) + \gamma_0 \epsilon_{t-1} + \gamma_1 \sigma_{t-1}^2$$

Panel A: Thế giới	HNX30	HET	ARCH	HNX30	HET	ARCH
KLGD của HNX30 (Ln)	-0.002 (-0.61)			-0.001 (-0.56)		
Tổng ca nhiễm của thế giới	-0.056* (-1.87)	5.058*** (-2.78)				
Tổng ca tử vong của thế giới				-0.004** (-2.26)	-1.216** (-2.41)	
L.arch			0.314** (-2.08)			0.229** (-2.51)
L.garch			0.486 (-1.24)			0.789*** (-13.7)
Hằng số (alpha0)	0.005 (-1.6)	-9.81*** (-7.88)		0.001 (-0.78)	-12.3*** (-10.91)	
Biến giả ngày trong tuần	Có	Không	Không	Có	Không	Không
Số quan sát	283	283	283	283	283	283
Panel B: Việt Nam	HNX30	HET	ARCH	HNX30	HET	ARCH
KLGD của HNX30 (Ln)	0.000 (-0.00)			-0.002 (-0.70)		
Tổng ca nhiễm của Việt Nam	-0.049* (-1.71)	3.494*** (-3.83)				
Tổng ca tử vong của Việt Nam				0.004 (-0.68)	-	31.65*** (-2.63)
L.arch			0.301*** (-2.71)			0.217*** (-2.64)
L.garch			0.426*** (-3.02)			0.789*** (-12.47)
Hằng số (alpha0)	0.004* (-1.91)	-9.51*** (-21.93)		0.002 (-1.15)	-11.7*** (-10.01)	
Biến giả ngày trong tuần	Có	Không	Không	Có	Không	Không
Số quan sát	283	283	283	283	283	283

Ghi chú: Cột HNX30 trình bày kết quả ước lượng đối với phương trình trung bình có điều kiện. Cột HET trình bày kết quả ước lượng đối với  $\lambda_0$  và  $\lambda_1$ . Cột ARCH trình bày kết quả ước lượng của phương trình phương sai có điều kiện. Các giá trị thống kê z được trình bày trong ngoặc đơn. Dấu \*\*\*, \*\*, \* lần lượt đại diện cho mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.

## 5. Kết luận

Nghiên cứu này đánh giá tác động của đại dịch COVID-19 đến biến động của thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn từ 30/01/2020 đến 16/03/2021 với dữ liệu tần suất ngày. Cụ thể, nghiên cứu kiểm tra xem số ca nhiễm và số ca tử vong do COVID-19 trên toàn thế giới và tại Việt Nam tác động như thế nào đến sự biến động của các chỉ số VNIndex, VN30, HNXIndex và HNX30. Khi đã kiểm soát nhân tố khối lượng giao dịch và hiệu ứng ngày trong tuần, kết quả từ mô hình GARCH(1,1) cho thấy COVID-19 thực sự có tác động âm và có ý nghĩa thống kê đến tỷ suất sinh lợi và có tác động dương lên sự biến động của thị trường chứng khoán Việt Nam ở cả hai sàn HSX và HNX. Tác động rõ rệt của đại dịch COVID-19 đến thị trường chứng khoán Việt Nam cho thấy đây thực sự là một nhân tố rủi ro riêng biệt và có ảnh hưởng đáng kể đến sự biến động của thị trường chứng khoán.

Ngoài ra, số liệu về COVID-19 trên toàn thế giới có mức ảnh hưởng mạnh hơn đến biến động của thị trường khi so sánh với số liệu riêng tại Việt Nam. Như vậy, thông qua việc thực hiện nhanh chóng, kịp thời và quyết liệt các biện pháp giãn cách xã hội, cách ly phòng dịch và thực hiện thông điệp “5 K” trong cộng đồng, Việt Nam đã đạt được thành công trong việc chống dịch từ đó làm giảm ảnh hưởng lên thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, thị trường chứng khoán Việt Nam có quy mô khá nhỏ so với các quốc gia khác trên thế giới nên cần có những bằng chứng bổ sung thêm để có thể đưa kết luận rõ ràng hơn cho câu hỏi: sự biến động của thị trường chứng khoán chịu tác động bởi những nhân tố nào? Chẳng hạn như hành vi của nhà đầu tư, kỳ vọng của nhà đầu tư về sự biến động của thị trường hay các yếu tố bất định. Một lần nữa, các kết quả từ bài nghiên cứu này đem lại hàm ý cho các nhà nghiên cứu về tác động to lớn và thực sự có thể xảy ra của các thảm họa thiên nhiên lên thị trường tài chính nói riêng và nền kinh tế toàn cầu nói chung, đòi hỏi những nghiên cứu sâu hơn trong thời gian tới.

## Tài liệu tham khảo

- Akhtaruzzaman, M., Boubaker, S., & Sensoy, A. (2021). Financial contagion during COVID-19 crisis. *Finance Research Letters*, 38 (may 2020). <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101604>
- Al-Awadhi, A. M., Alsaifi, K., Al-Awadhi, A., & Alhammedi, S. (2020). Death and contagious infectious diseases: Impact of the COVID-19 virus on stock market returns. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 27. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2020.100326>
- Ashraf, B.N. (2020). stock markets reaction to COVID-19: Cases or fatalities? *Research in International Business and Finance*, 54(May) <https://doi.org/10.1016/j.riibaf.2020.101249>
- Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., Kost, K., Sammon, M. C., & Viratyosin, T. (2020). The Unprecedented Stock Market Impact of COVID-19 (No. 26945). NBER WORKING PAPER SERIES. Retrieved from <https://www.nber.org/papers/w26945>

- Erdem, O. (2020). Freedom and stock market performance during Covid-19 outbreak. *Finance Research Letters*, 36(June). <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101671>
- Goodell, J. W. (2020). COVID-19 and finance: Agendas for future research. *Finance Research Letters*, 35(March). <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101512>
- Gormsen, N. J., & Koijen, R. S. J. (2020). Coronavirus: impact on stock prices and growth expectations (NBER Working Papers). Retrieved from <https://www.nber.org/papers/w27387>
- Harvey, A. C. (1976). Estimating regression models with multiplicative heteroscedasticity. *Econometrica*, 44(3).
- Huynh, T. L. D. (2020). The COVID-19 containment in Vietnam: What are we doing? *Journal of Global Health*, 10(1), 10–12. <https://doi.org/10.7189/jogh.10.010338>
- Mazur, M., Dang, M., & Vega, M. (2021). COVID-19 and the march 2020 stock market crash. Evidence from S&P1500. *Finance Research Letters*, 38(May 2020), 101690. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101690>
- Onali, E. (2020). COVID-19 and Stock Market Volatility. *SSRN Electronic Journal*, (February), 1–24. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3571453>
- Personal, M., Archive, R., Henk, L. M., Kyvik, H., & Analysis, E. P. (2007). *MPRA Economic Policy*, (2116). <https://doi.org/10.1227/01.NEU.0000349921.14519.2A>
- Schwert, G. W. (1989). Why Does Stock Market Volatility Change Over Time? *The Journal of Finance*, XLIV(5).
- Sharma, S. S. (2020). A Note on the Asian Market Volatility During the COVID-19 Pandemic. *Asian Economics Letters*, 1(2), 1–6.
- Yilmazkuday, H. (2020). COVID-19 Effects on the S&P 500 Index. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3555433>
- Zhang, D., Hu, M., & Ji, Q. (2020). Financial markets under the global pandemic of COVID-19. *Finance Research Letters*, 36(March). <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101528>

22.

## TÁC ĐỘNG CỦA ĐẠI DỊCH COVID-19 LÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN CỦA 10 QUỐC GIA CÓ SỐ CA NHIỄM COVID-19 CAO NHẤT THẾ GIỚI

Nguyễn Sỹ Thắng \*

Lê Thị Phương Vy\*

Nguyễn Thị Ngọc Ánh\*

### Tóm tắt

Nghiên cứu này xem xét phản ứng của thị trường chứng khoán ở 10 quốc gia có số ca nhiễm COVID-19 cao nhất thế giới đối với đại dịch. Bằng việc thu thập dữ liệu hàng ngày về số ca nhiễm bệnh và số ca tử vong do đại dịch COVID-19, cùng với tỷ suất sinh lợi thị trường chứng khoán ở 10 quốc gia này trong khoảng thời gian từ ngày 20 tháng 1 năm 2020 đến ngày 31 tháng 8 năm 2020, tác giả nhận thấy rằng thị trường chứng khoán phản ứng ngược chiều đối với sự gia tăng trong số ca mắc bệnh COVID-19. Hay có thể nói rằng, tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán ở 10 quốc gia có số ca nhiễm cao nhất thế giới sẽ giảm nếu xuất hiện sự gia tăng ca nhiễm COVID-19 ở các quốc gia này. Ngoài ra, tác giả còn nhận thấy sự phản ứng mạnh mẽ của thị trường chứng khoán đối với sự gia tăng ca nhiễm hơn là đối với sự gia tăng số ca tử vong do đại dịch.

**Từ khóa:** COVID-19, thị trường chứng khoán, thị trường tài chính.

### 1. Giới thiệu

Năm 2020 đã và đang chứng kiến một đại dịch có nguồn gốc xuất phát từ thành phố Vũ Hán của Trung Quốc từ khoảng đầu tháng 1 năm 2020. Kể từ khi được xác định là một chủng mới của virus Corona SARS-CoV-2, căn bệnh truyền nhiễm này đã gây thiệt hại nặng nề cho các quốc gia trên toàn thế giới. Tổ chức Y tế Thế giới (WHO) đã công bố đây là đại dịch toàn cầu vào ngày 11 tháng 3 năm 2020. Đến ngày 31 tháng 8 năm 2020, trên toàn thế giới đã vượt mức 25 triệu ca xác định mắc COVID-19, với khoảng hơn 844.000 người tử vong do đại dịch (WHO, 2020). Trong lúc đó, trên thế giới đã có rất nhiều quốc gia phải hứng chịu sự ảnh hưởng tiêu cực của đại dịch lên mọi mặt của nền kinh tế, nhưng nghiêm trọng hơn cả là

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [phuongvyqt@ueh.edu.vn](mailto:phuongvyqt@ueh.edu.vn)

thị trường chứng khoán ở 10 quốc gia có số ca nhiễm COVID-19 cao nhất thế giới, bao gồm Hoa Kỳ, Brazil, Ấn Độ, Nga, Peru, Colombia, Mexico, Tây Ban Nha, Argentina, Nam Phi đã chịu sự ảnh hưởng nặng nề kể từ khi dịch bệnh bùng phát.

Bill Gates đã từng ví đây là “đại dịch trăm năm mới có một lần”. Dịch bệnh này hiện đang gây ra những tác động tiêu cực lên các hoạt động kinh tế của nhiều quốc gia và phạm vi ảnh hưởng của dịch bệnh này vẫn chưa xác định được hoàn toàn. Tính đến cuối tháng 3 năm 2020, đã có hơn 100 quốc gia trên toàn thế giới phải đóng cửa và thực hiện cách ly một phần hoặc toàn xã hội. Ngoài ra, các hoạt động du lịch và di chuyển trong - ngoài nước đã giảm mạnh từ 70% đến 90% so với con số cùng kỳ vào năm 2019, gây ảnh hưởng đến hàng tỷ người trong các thành phố lớn trên khắp thế giới. Nhiều hoạt động văn hóa và thể thao của nhiều quốc gia đã bị trì hoãn vô thời hạn cùng với các phản ứng chưa từng có tiền lệ của các quốc gia nhằm chống dịch. Mặt khác, các chính phủ đã và đang tìm kiếm các biện pháp cấp bách, như tạm ngưng nhiều hoạt động để thực hiện giãn cách xã hội, cũng như đầu tư vào việc lấy mẫu xét nghiệm và cách ly các ca nghi nhiễm, đồng thời chữa trị cho các ca mắc bệnh để hạn chế dịch bệnh lây lan. Ngoài ra, chính phủ cùng các bộ tài chính và các ngân hàng trung ương của nhiều quốc gia đang chung tay đóng góp các gói cứu trợ nhằm kiểm soát nền kinh tế khỏi chịu sự ảnh hưởng nặng nề.

Trong một nghiên cứu gần đây của Goodell (2020), ông đã cho thấy sự tác động lên nền kinh tế của các thảm họa thiên nhiên như chiến tranh hạt nhân, thay đổi khí hậu toàn cầu hay các thảm họa cục bộ và cụ thể là đại dịch COVID-19, thứ đang gây ra ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế toàn cầu chưa từng thấy trước đây. Goodell đã chỉ ra rằng đại dịch COVID-19 có tác động đến nhiều mặt của nền kinh tế như các lĩnh vực tài chính bao gồm ngân hàng và bảo hiểm hay đặc biệt hơn là thị trường chứng khoán.

Hay có thể kể đến nghiên cứu mới đây của Ashraf (2020), ông đã nghiên cứu về phản ứng của thị trường chứng khoán ở 64 quốc gia tiêu biểu trên toàn thế giới đối với sự gia tăng số ca nhiễm bệnh cũng như số ca tử vong do đại dịch COVID-19 trong giai đoạn 4 tháng đầu năm 2020, khi dịch bệnh đang diễn biến hết sức căng thẳng trên toàn thế giới. Bài nghiên cứu đã chứng minh rằng thị trường chứng khoán ở nhiều quốc gia trên khắp thế giới phản ứng ngược chiều và mạnh mẽ hơn đối với sự gia tăng ca nhiễm bệnh.

Mặc dù vậy, trên thế giới vẫn chưa có bài nghiên cứu cụ thể nào để kiểm định phản ứng của thị trường chứng khoán ở top 10 quốc gia có số ca nhiễm COVID-19 cao nhất thế giới, đối với sự gia tăng số ca nhiễm và số ca tử vong trong giai đoạn từ tháng 1 đến tháng 8 năm 2020 khi đại dịch vẫn còn đang diễn biến phức tạp. Chính vì lý do đó, nghiên cứu này được thực hiện nhằm xem xét liệu thị trường chứng khoán ở 10 quốc gia có số ca nhiễm bệnh cao nhất thế giới được thống kê bao gồm Hoa Kỳ, Brazil, Ấn Độ, Nga, Peru, Colombia, Mexico, Tây Ban Nha, Argentina, Nam Phi phản ứng như thế nào đối



với số ca được xác định nhiễm bệnh, cũng như số ca tử vong do đại dịch COVID-19. Cụ thể, nghiên cứu sẽ xem xét:

Thứ nhất, số ca nhiễm COVID-19 có ảnh hưởng thế nào đến tỷ suất sinh lợi thị trường chứng khoán ở 10 quốc gia có số ca nhiễm cao nhất thế giới?

Thứ hai, số ca tử vong do COVID-19 có ảnh hưởng thế nào đến tỷ suất sinh lợi thị trường chứng khoán ở 10 quốc gia có số ca nhiễm cao nhất thế giới?

## **2. Thực trạng của đại dịch COVID-19**

### **2.1. Thực trạng của đại dịch COVID-19 trên toàn thế giới**

Lần đầu tiên sau nhiều năm ít xuất hiện các bệnh dịch nghiêm trọng, mới đây thế giới đã chứng kiến sự xuất hiện của đại dịch COVID-19 vào khoảng đầu tháng 1 năm 2020 tại Trung Quốc. Số lượng gia tăng nhanh chóng số ca nhiễm bệnh tại Trung Quốc và có nguy cơ lây nhiễm toàn cầu đã thúc đẩy sự phản ứng cấp bách của chính phủ nước này. Vào ngày 23 tháng 01 năm 2020, sự kiện cách ly xã hội của toàn thành phố Vũ Hán tại Trung Quốc sau đó đã làm cả thế giới phải sửng sốt. Chính sách này sau đó được xem là một trong những cách can thiệp hữu hiệu giúp chính phủ nước này kiểm soát phần nào được đại dịch. Một tuần sau, WHO tuyên bố sự bùng phát của đại dịch COVID-19 tại Trung Quốc đã trở thành mối quan tâm toàn cầu và yêu cầu phải có các biện pháp y tế cấp thiết nhằm hạn chế lây lan dịch bệnh. Tại thời điểm đó, tổng số ca ghi nhận mắc COVID-19 đã là 7.711 ca cùng với chỉ có 83 ca mắc ở 18 quốc gia ngoài Trung Quốc. Không lâu sau đó, Nam Hàn Quốc là quốc gia thứ hai trải qua sự bùng phát của đại dịch COVID-19, theo sau là quốc gia Iran. Số ca nhiễm của Nam Hàn Quốc đã gia tăng từ 31 ca lên hơn 1.000 ca sau chỉ một tuần, còn ở Iran con số ca nhiễm đã tăng từ 0 lên hơn 1.000 ca chỉ trong 12 ngày. Cũng sau đó không lâu, tâm đại dịch đã chuyển qua khu vực châu Âu và Hoa Kỳ khiến cho nước Mỹ trở thành quốc gia có số ca mắc COVID-19 cao nhất thế giới và Italia là quốc gia có tỷ lệ tử vong cao nhất. Tính đến hết ngày 17 tháng 06 năm 2020, trên toàn thế giới đã có 213 quốc gia và các vùng lãnh thổ chịu sự lây lan của đại dịch, riêng chỉ có Triều Tiên, Turkmenistan, và 10 quốc gia ở Nam Thái Bình Dương có dân số dưới 1 triệu người chưa bị ảnh hưởng do đại dịch. Tính đến cuối tháng 8 năm 2020 tình hình dịch bệnh toàn thế giới vẫn rất nghiêm trọng, tuy số ca nhiễm COVID-19 mỗi ngày đang có xu hướng giảm nhẹ ở Mỹ, Brazil, Nam Phi, Chile, Pakistan nhưng ở nhiều nước khác như Peru, Colombia, Argentina, Pháp, Tây Ban Nha, Iraq, Philippines vẫn chứng kiến sự gia tăng đáng kể số ca mắc bệnh và tình hình dịch bệnh vẫn còn rất nghiêm trọng. Bảng 1 trình bày về số lượng ca nhiễm và số ca tử vong do đại dịch COVID-19 tại các vùng lãnh thổ khác nhau trên toàn thế giới tính đến ngày 26 tháng 9 năm 2020.

**Bảng 1: Số ca nhiễm và ca tử vong do đại dịch COVID-19 theo từng vùng lãnh thổ**

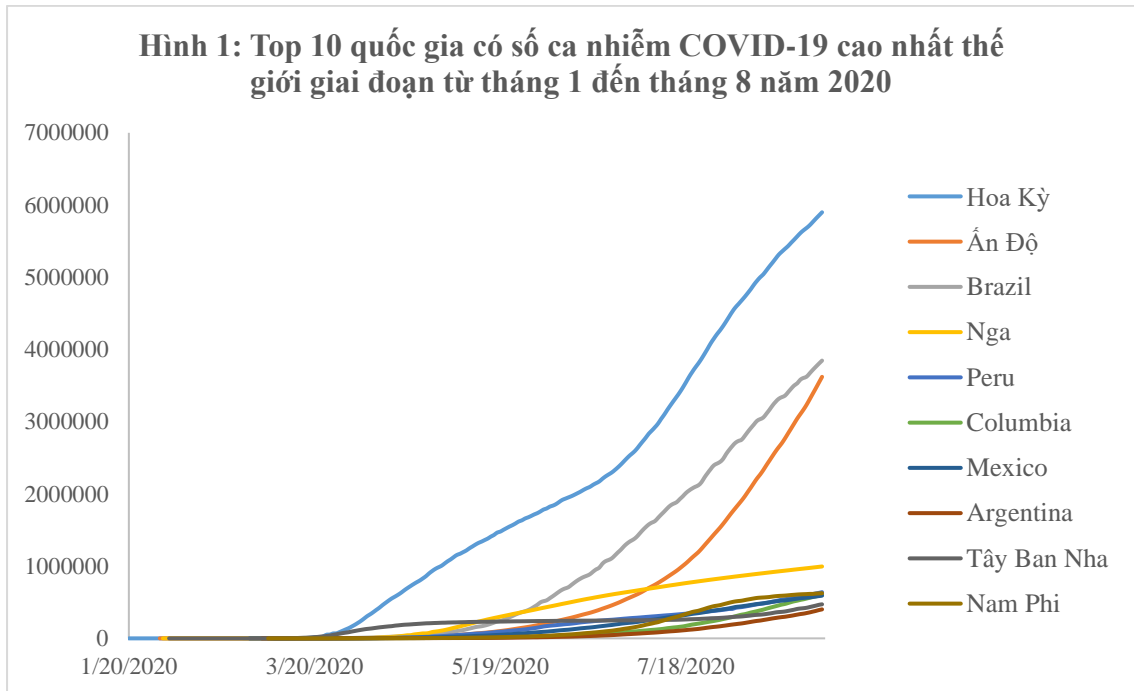
Vùng lãnh thổ	Tổng số ca nhiễm	Tổng ca tử vong	Dân số
Nam Mỹ	7.772.813	244.678	423.117.093
Bắc Mỹ	7.148.223	212.587	364.296.266
Liên minh châu Âu và Anh Quốc	3.074.785	187.987	513.213.363
Nam Á	6.634.697	105.950	1.814.388.744
Trung Mỹ	1.092.986	85.102	175.471.759
Trung Đông	1.948.293	45.360	295.732.825
Nga và Trung Á	1.531.345	25.523	239.531.973
Châu Phi hạ Sahara	1.122.374	24.368	1.081.142.280
Khu vực châu Âu khác	741.127	18.535	166.707.094
Châu Đại Dương và các đảo ở Đông Á	674.272	17.802	567.962.253
Bắc Phi	258.726	8.506	152.696.504
Đông Á	196.077	5.564	1.752.240.948
Caribbean	194.247	3.466	43.882.981
Tổng	32.389.965	985.428	7.590.384.083

*Nguồn: European Centre for Disease Prevention and Control*

## 2.2. Thực trạng của đại dịch COVID-19 ở 10 quốc gia có số ca nhiễm COVID-19 cao nhất thế giới

Hình 1 mô tả biểu đồ về số bệnh nhân được ghi nhận nhiễm COVID-19 tại 10 quốc gia có số ca nhiễm cao nhất thế giới trong giai đoạn từ tháng 1 năm 2020 đến hết tháng 8 năm 2020. Nhìn chung, có thể thấy Hoa Kỳ là quốc gia đã và đang chứng kiến sự gia tăng ca nhiễm COVID-19 hàng ngày cao nhất thế giới, với gần 44.000 ca nhiễm được tính đến hết ngày 31 tháng 8 năm 2020; tiếp đến là các quốc gia có số ca nhiễm gia tăng cao khác như Ấn Độ, Brazil, Nga, Peru, Columbia, Mexico, Argentina, Tây Ban Nha, Nam Phi.

Tính đến ngày 22 tháng 8, Bắc Mỹ là khu vực có tới hơn 6,8 triệu ca và có gần 257.000 ca tử vong. Hoa Kỳ vẫn là quốc gia có số ca nhiễm và tử vong nhiều nhất thế giới, với gần 5,8 triệu ca nhiễm bệnh và hơn 179.000 ca tử vong. California là bang đứng đầu số ca với gần 660.000 ca nhiễm, tiếp đến là bang Texas và Florida, trong khi bang New York tụt xuống xếp thứ 4 nhưng vẫn đứng đầu về số ca tử vong với hơn 33.000 ca tử vong do đại dịch. Ngoài ra, Mexico cũng là một trong những quốc gia chịu ảnh hưởng nghiêm trọng bởi đại dịch ở châu lục này, với hơn 611.000 ca nhiễm bệnh và hơn 63.000 ca tử vong, cùng với 2 tâm dịch lớn là Ciudad de México hơn 90.000 ca, Estado de México với hơn 63.700 ca.



Nguồn: WHO Coronavirus Disease (COVID-19) Dashboard

Cũng tính đến ngày 22 tháng 8 năm 2020, châu Á có hơn 6,1 triệu ca nhiễm COVID-19, với hơn 127.000 ca tử vong. Quốc gia Ấn Độ vẫn xếp đầu châu lục này với hơn 2,9 triệu ca. Kể từ đầu tháng 8, quốc gia này nhiều ngày đã chứng kiến ca nhiễm gia tăng trên 60.000 ca mỗi ngày. Maharashtra vẫn là bang đứng đầu Ấn Độ với hơn 657.000 ca, Pune vượt qua Mumbai trở thành các thành phố có nhiều ca nhiễm nhất đất nước này.

Tính đến ngày 22 tháng 8, Nam Mỹ có hơn 5,6 triệu ca nhiễm COVID-19 với hơn 186.000 ca tử vong. Brazil vẫn đứng đầu lục địa với hơn 3,5 triệu ca mắc bệnh và hơn 113.000 người đã tử vong. São Paulo đứng đầu các bang với gần 736.000 ca, Rio de Janeiro với 207.000 ca nhiễm bệnh được xếp thứ 3 quốc gia này (nhưng xếp thứ 2 về số ca tử vong). Cũng ở châu lục này, quốc gia Peru được xếp vị trí thứ 2 với hơn 576.000 ca nhiễm COVID-19 và hơn 27.000 ca tử vong. Colombia vươn lên xếp thứ 3 châu lục trên 522.000 ca nhiễm, tâm dịch quận liên bang nước này có hơn 181.000 ca; Argentina hơn 329.000 ca, tâm dịch là thành phố Buenos Aires với trên 82.000 ca.

Còn tại châu Âu, tính đến ngày 22 tháng 8 năm 2020, châu lục này có hơn 3,3 triệu ca ghi nhận nhiễm COVID-19 với hơn 200.000 ca tử vong. Nga là quốc gia vẫn xếp vị trí thứ nhất với số ca nhiễm bệnh có tâm dịch tại thành phố Moscow với trên 255.000 ca bệnh. Kể từ đầu tháng 8, một số quốc gia tại châu Âu có số ca nhiễm gia tăng nhanh trở lại như Tây Ban Nha với 2 tâm dịch lớn tại Madrid (gần 100.000 ca) và Catalonia (hơn 90.000 ca).

Tính đến ngày 22 tháng 8 năm 2020, châu Phi có hơn 1,1 triệu ca nhiễm với hơn 27.000 ca tử vong. Cộng hòa Nam Phi vẫn đứng đầu châu lục này với đỉnh dịch gần 14.000 ca, được ghi nhận vào ngày 24 tháng 07 và có xu hướng giảm trong tháng 08.

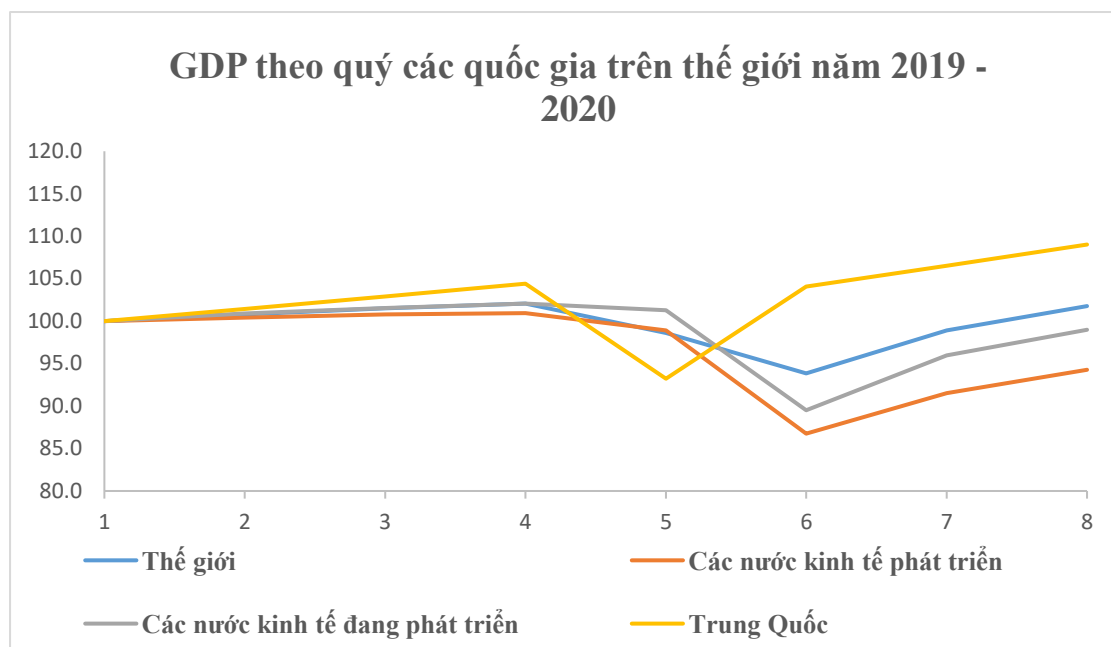
Hình 1 mô tả biểu đồ về số bệnh nhân được ghi nhận nhiễm COVID-19 tại 10 quốc gia có số ca nhiễm cao nhất thế giới trong giai đoạn từ tháng 1 năm 2020 đến hết tháng 8 năm 2020. Nhìn chung, có thể thấy Hoa Kỳ là quốc gia đã và đang chứng kiến sự gia tăng ca nhiễm COVID-19 hàng ngày cao nhất thế giới, với gần 44.000 ca nhiễm được tính đến hết ngày 31 tháng 8 năm 2020, tiếp đến là các quốc gia có số ca nhiễm gia tăng cao khác như Ấn Độ, Brazil, Nga, Peru, Columbia, Mexico, Argentina, Tây Ban Nha, Nam Phi.

### **3. Tác động của đại dịch COVID-19 lên nền kinh tế**

#### **3.1. Tác động của đại dịch COVID-19 lên nền kinh tế toàn cầu**

Đến nay, có thể kể đến Hoa Kỳ khi chính phủ nước này đã cam kết chi ra hơn 3.000 tỷ USD để giải cứu nền kinh tế nước này. Tuy nhiên, số ca ghi nhận nhiễm COVID-19 tại Mỹ vẫn không ngừng gia tăng nhanh chóng, trong khi các chương trình cứu trợ sắp kết thúc. Hơn 5 triệu người Mỹ đã nhiễm virus và trên 160.000 người tử vong. Một số bang như Texas và California đã phải áp dụng các biện pháp giãn cách xã hội. Nền kinh tế toàn cầu trong 6 tháng đầu năm 2020 được nhận định đã chìm vào một trong những cuộc suy thoái tồi tệ nhất trong lịch sử, điều này cũng tương đương hoặc thậm chí tồi tệ hơn cả cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 – 2009. Đại dịch COVID-19 đã cuốn trôi 12.000 tỷ USD của cải của toàn thế giới. Quỹ tiền tệ quốc tế IMF ngày 24 tháng 6 đã báo động sự ảnh hưởng của đại dịch COVID-19 lên mọi khu vực địa lý trên toàn cầu. GDP của toàn thế giới đã giảm xuống thấp hơn đến 4,9% so với năm ngoái (2019), còn tồi tệ hơn cả vụ Lehman Brothers vỡ nợ khiến 0,1% GDP toàn cầu sụt giảm. Nhìn vào các trụ cột kinh tế thế giới như Hoa Kỳ, Cơ quan nghiên cứu Kinh tế quốc gia Mỹ cho biết nền kinh tế quốc gia này đã kết thúc giai đoạn tăng trưởng dài nhất trong lịch sử, bằng việc rơi vào suy thoái kinh tế trong tháng 2 năm 2020 do sự xuất hiện của đại dịch COVID-19. Nền kinh tế đứng đầu thế giới này cũng được dự đoán sẽ sụt giảm tới 8% trong năm 2020. Trong lúc đó, nền kinh tế châu Âu cũng đã phải chịu tác động nghiêm trọng do đại dịch khi dịch bệnh diễn biến nghiêm trọng tại các quốc gia có nền kinh tế chủ chốt của châu lục này. Nền kinh tế của Eurozone đã suy giảm tới 3,8% chỉ trong quý I năm 2020 sau khi các hoạt động kinh doanh sản xuất bị trì trệ, khiến đây trở thành mức sụt giảm lớn nhất kể từ năm 1995, GDP của 19 nước thành viên thuộc khu vực này cũng được ước tính sẽ giảm 10% trong năm 2020. Và hình 2 dưới đây cho ta cái nhìn tổng quan về tốc độ tăng trưởng GDP toàn cầu trong 2 quý đầu năm 2020 khi cả thế giới đang phải đương đầu với đại dịch COVID-19.

**Hình 2: Tốc độ tăng trưởng GDP thực toàn cầu theo quý giai đoạn 2019 - 2020**



*Nguồn: World Economic Outlook*

### 3.2. Tác động của đại dịch COVID-19 lên nền kinh tế và thị trường tài chính của 10 quốc gia có số ca nhiễm cao nhất thế giới

#### Tại Hoa Kỳ

Tại quốc gia có nền kinh tế đứng đầu thế giới là Hoa Kỳ, tính trong tương quan với quy mô nền kinh tế, nợ tại Mỹ đã leo lên mức cao nhất tính từ Chiến tranh Thế giới thứ II. Như vậy, nước Mỹ sẽ chính thức được liệt kê vào nhóm các nước có tỷ lệ nợ vượt quy mô nền kinh tế bao gồm Nhật, Italy và Hy Lạp. Nguyên nhân trực tiếp của vấn đề này là do việc chi tiêu vượt mức của chính phủ Mỹ để ứng phó với đại dịch COVID-19. Trong năm nay, tỷ lệ nợ/GDP của Mỹ được ước tính cao ở mức 98%, cao nhất tính từ Chiến tranh Thế giới thứ II. Tính đến cuối tháng 6 năm 2020, tổng nợ của Hoa Kỳ đã vượt ngưỡng 20,5 nghìn tỷ USD từ mức 17,7 nghìn tỷ USD, mức tăng nợ ghi nhận 16,6% trong vòng chỉ 3 tháng, theo số liệu của Bộ Tài chính Hoa Kỳ. Trong cùng thời gian quý 2 năm 2020, nền kinh tế nước này đã suy giảm 9,5%, tỷ lệ nợ tính trên tổng GDP được ước tính bằng 105,5% từ mức 82% trong quý I năm 2020. Từ tháng 3 năm 2020 cho đến nay, chính phủ nước này đã chi tiêu tới gần 2,7 nghìn tỷ USD để thử nghiệm và phát triển vắc xin phòng dịch, hỗ trợ cho các bệnh viện, trợ cấp cho doanh nghiệp, hộ gia đình và chính quyền các địa phương.

### **Tại Ấn Độ**

Còn tại quốc gia có nền kinh tế lớn thứ 3 châu Á là Ấn Độ, các nhà phân tích dự đoán nền kinh tế của Ấn Độ sẽ tăng trưởng với tốc độ chậm hơn so với cùng kỳ năm ngoái. Động lực tăng trưởng trong nền kinh tế lớn nhất Nam Á đã bắt đầu giảm tốc trong các quý trước, trước khi đại dịch Covid-19 buộc nước này rơi vào tình trạng phong tỏa toàn quốc kéo dài nhiều tuần. Chỉ số sản xuất công nghiệp, một chỉ số tổng hợp được sử dụng để đo lường mức độ hoạt động công nghiệp trong nền kinh tế Ấn Độ hàng tháng, đã giảm 16,65% trong tháng 3 so với một năm trước, giảm 10% so với thời kỳ tháng 2 năm 2020. Sự lây lan của đại dịch COVID-19 đã gia tăng ở Ấn Độ vào khoảng tháng 3 và điều này đã buộc chính phủ Ấn Độ phải thực hiện phong tỏa toàn quốc trong tuần cuối tháng đó. Khi số lượng trường hợp được báo cáo nhiễm bệnh chính thức tăng lên, việc phong tỏa đã được kéo dài nhiều tuần khiến hoạt động kinh doanh sản xuất nước này bị ảnh hưởng nặng nề.

### **Tại Brazil**

Ở lục địa Nam Mỹ, thị trường tài chính ở Brazil đã chao đảo bởi đại dịch COVID-19. Hết phiên giao dịch ngày 18 tháng 3 năm 2020, chỉ số chứng khoán Bovespa của nước này đã giảm 10%, trong khi đồng nội tệ rớt xuống mức thấp kỷ lục 5,2 Real đổi được 1 USD. Ngân hàng trung ương Brazil cũng phải hạ lãi suất xuống mức thấp kỷ lục 3,75%, đồng thời cam kết triển khai các chính sách ổn định tài chính để hỗ trợ nền kinh tế trước những tác động tiêu cực của COVID-19. Chính quyền thành phố lớn nhất nước là Sao Paulo cũng ra lệnh các trung tâm thương mại “cấm cửa” người dân từ ngày 20 tháng 3 cho tới ngày 5 tháng 04 năm 2020. Theo Bộ Kinh tế Brazil, hơn 83 tỷ Real sẽ được tung ra nền kinh tế để hỗ trợ cho những đối tượng dễ bị tổn thương nhất trong xã hội, trên 59 tỷ Real sẽ được chi để giúp các công ty duy trì hoạt động sản xuất - kinh doanh và 4,5 tỷ Real sẽ được dùng để chống lại sự bùng phát của dịch COVID-19.

### **Tại Nga**

Theo báo cáo về kinh tế của Nga từ Ngân hàng thế giới (World Bank), tăng trưởng GDP của nước này trong năm 2020 dự kiến giảm 6%, mức thấp nhất trong 11 năm qua. Sự suy giảm của tăng trưởng kinh tế Nga càng trở nên trầm trọng hơn do giá dầu thô giảm mạnh, vốn đã giảm 53% từ tháng 1 đến tháng 5 năm 2020. Và ngoài ra, đại dịch COVID-19 đã làm giảm mạnh lượng tiêu thụ dầu toàn cầu, tạo ra cú sốc thứ hai cho nền kinh tế Nga. Cơ quan Năng lượng Quốc tế dự kiến tiêu thụ dầu toàn cầu của cường quốc Nga sẽ giảm khoảng 20% so với cùng kỳ năm ngoái trong quý II và 9% trong cả năm 2020. Giá dầu cực thấp đã cắt giảm thu nhập ngân sách và xuất khẩu của nước này. Dầu khí chiếm một nửa xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ của Nga và hơn 20% thu nhập ngân sách hợp nhất của Nga. Chính phủ Nga cho biết các biện pháp hỗ trợ liên quan đến COVID-19 được thống

nhất vào cuối tháng 4 lên tới khoảng 2 nghìn tỷ rúp (khoảng 2% GDP của cả nước).

### **Tại Peru**

Là một trong những quốc gia ở Latin phải hứng chịu đợt bùng phát mạnh mẽ của đại dịch COVID-19, Peru hiện đang là 1 trong 10 quốc gia có số ca nhiễm cao nhất thế giới và kéo theo đó là ảnh hưởng nặng nề lên thị trường tài chính của quốc gia này. Peru xác nhận trường hợp nhiễm COVID-19 đầu tiên vào ngày 6 tháng 3 năm 2020. Đến ngày 15 tháng 4, số ca nhiễm được xác nhận đã vượt quá 10.300 với 230 ca tử vong. Để đối phó với cuộc khủng hoảng, các nhà chức trách đã áp đặt tình trạng khẩn cấp - kéo dài đến ngày 26 tháng 4 - khóa các thành phố, đóng cửa biên giới và hạn chế các chuyến bay quốc tế đến và đi từ đất nước này. Ngân hàng Thế giới dự báo GDP của Peru sẽ giảm 12% vào năm 2020, nhiều hơn nhiều so với mức trung bình của Mỹ Latin là 7,3 %. Làn chào bán nợ kỷ lục của Peru vào tháng 4 năm 2020, nơi họ thu hút hơn 25 tỷ đô la đơn đặt hàng cho khoản nợ mới trị giá 3 tỷ đô la cho thấy đây chỉ là một phần trong nỗ lực huy động tiền mặt để giúp đỡ trong cuộc chiến ngăn chặn đại dịch COVID-19.

### **Tại Mexico**

Kể từ khi Mexico xuất hiện các ca nhiễm COVID-19 đến nay, có thể nói nền kinh tế của Mexico đang phải đối mặt với thách thức lớn nhất trong vòng 10 năm qua, trong bối cảnh tác động của đại dịch COVID-19 làm đồng nội tệ Peso Mexico mất giá, cũng như khiến giá dầu giảm mạnh và đẩy chỉ số chứng khoán nước này xuống mức thấp kỷ lục. Dịch COVID-19 đã và đang tác động khá đáng kể tới quốc gia Mexico bởi sự sụt giảm toàn cầu trong các lĩnh vực chế tạo. Có thể thấy Mexico là một trong những nhà xuất khẩu lớn hàng đầu trên thế giới nhưng phụ thuộc rất nhiều vào các chuỗi giá trị, là nguồn sản xuất và cung ứng toàn cầu của Trung Quốc và Hoa Kỳ. Vào ngày 9 tháng 3 năm 2020 hay còn được ví như là ngày “thứ Hai đen tối” của nước này khi chỉ số chứng khoán của Mexico (S&P BMV IPC) đã giảm 6,4%, xuống mức thấp kỷ lục trong 11 năm qua. Cùng với đó, giá dầu tụt xuống còn hơn 30USD/thùng, thấp xa so với mức 49USD/ thùng trong dự toán ngân sách năm nay. Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF) đã dự báo mức tăng trưởng kinh tế của Mexico năm 2020 từ 1,3% giảm xuống còn 1,0%. Theo thống kê, kinh tế Mexico đã giảm 0,1% trong năm 2019 và đây là lần suy giảm đầu tiên trong 10 năm qua.

### **Tại Colombia**

Cũng giống như phần còn lại của thế giới, Colombia đang phải đối mặt với một cú sốc kinh tế mạnh mẽ do đại dịch COVID-19. Sau thành tích khá tốt trong năm 2019, với tốc độ tăng trưởng 3,3% so với mức trung bình của Mỹ Latinh và Caribe là 0,1%. Tuy nhiên, ở quý đầu tiên của năm 2020, nền kinh tế quốc gia này đã phải đối mặt với hai cú sốc lớn ảnh hưởng đến nền kinh tế toàn cầu trong ngắn hạn và trung hạn là sự lây lan nhanh chóng

của đại dịch COVID-19 và sự sụt giảm sâu của giá dầu quốc tế. Sự tồn tại chung của hai sự kiện này dự kiến sẽ gây ra những gián đoạn chưa từng có trong nền kinh tế quốc gia. Theo chính phủ Colombia, hoạt động kinh tế của nước này đã giảm 17% trong quý 2 năm 2020. Tỷ lệ thất nghiệp đạt 21% vào tháng 5, cao gấp đôi so với một năm trước đó. Theo Bộ Tài chính Colombia, tổng sản phẩm quốc nội (GDP) của quốc gia này sẽ giảm 5,5% vào năm 2020. Quỹ Tiền tệ Quốc tế vẽ ra một bức tranh còn ảm đạm hơn, dự báo mức giảm 7,8% của nền kinh tế lớn thứ tư ở Mỹ Latin.

### **Tại Tây Ban Nha**

Còn tại quốc gia ở vùng Tây Nam châu Âu, Tây Ban Nha đã và đang chứng kiến sự sụt giảm về nền kinh tế lên tới 18,5%, đây là một con số chưa từng có, theo ước tính do Viện Thống kê Quốc gia (INE) cung cấp. Đây là mức giảm hàng quý lớn nhất kể từ những ngày xảy ra Nội chiến Tây Ban Nha (1936-1939) và con số sụt giảm này còn lên tới 5,2% trong 3 tháng đầu năm, phản ánh thực tế là đất nước đã rơi vào tình trạng bế tắc. Điều này có nghĩa trong nửa đầu năm 2020, một phần tư tổng sản phẩm quốc nội (GDP) của Tây Ban Nha đã tan thành mây khói do các hạn chế nghiêm ngặt được đưa ra để kiểm chế dịch COVID-19. Sản lượng bị mất lên tới khoảng 300 tỷ Euro, một con số đủ để chi trả lương hưu cho 10 triệu người về hưu của Tây Ban Nha trong hai năm. Theo INE, GDP theo năm của Tây Ban Nha đã giảm 22,1%. Các con số cho thấy cuộc khủng hoảng do đại dịch COVID-19 đã kết thúc sáu năm tăng trưởng ổn định sau một cuộc suy thoái kéo dài do cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 gây ra cho quốc gia này.

### **Tại Argentina**

Cũng tại Nam Mỹ, số lượng ca nhiễm gia tăng vào khoảng đầu năm 2020 tại Argentina đã dẫn đến sự ngưng hoạt động của quốc gia này với hoạt động kinh tế đã bị suy giảm gần 10% vào tháng 3 năm 2020. Mức giảm cao nhất là của lĩnh vực xây dựng (32%) so với tháng 3 năm 2019. Trong tháng này, thâm hụt tài chính của Argentina đã tăng lên 1,39 triệu USD, tăng 857% so với cùng kỳ năm trước. Điều này do chi tiêu công để chống lại đại dịch và giảm thu thuế do hoạt động thấp trong bối cảnh xã hội bị cô lập. Vào tháng 6, sản xuất công nghiệp đã giảm 6,6% so với tháng 6 năm 2019. Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) báo cáo rằng cuộc khủng hoảng COVID-19 sẽ khiến GDP của Argentina giảm 9,9%, sau khi nền kinh tế nước này suy giảm 5,4% trong quý đầu tiên của năm 2020, với tỷ lệ thất nghiệp tăng trên 10,4% trong ba tháng đầu năm. Tổng thống Fernández đã công bố gói kích thích trị giá 700 tỷ peso (tương đương 11,1 tỷ USD) do đại dịch COVID-19, trị giá gần 2% GDP của đất nước, và đã tập trung vào việc tăng chi tiêu cho y tế bao gồm cải tiến chẩn đoán virus, mua thiết bị bệnh viện và xây dựng phòng khám và bệnh viện; hỗ trợ cho người lao động, trợ cấp an sinh xã hội (đặc biệt cho những người có thu nhập thấp), trợ cấp bảo hiểm thất nghiệp và chi trả cho người lao động có mức lương tối thiểu.



## Tại Nam Phi

Tại châu Phi – châu lục đã phải chịu sự ảnh hưởng nặng nề do đại dịch COVID-19 lên mọi mặt của nền kinh tế, cường quốc kinh tế Nam Phi đã bước vào thời kỳ khủng hoảng suy thoái nặng nề nhất kể từ năm 1945. Hoạt động sản xuất kinh doanh của nước này đã phải gián đoạn do biện pháp phòng, chống dịch COVID-19 khiến tài chính của các hộ gia đình tại đây bị ảnh hưởng tiêu cực nặng nề. Theo báo cáo kinh tế quý II của Ngân hàng dự trữ Nam Phi (SARB), kể từ khi quốc gia này thực hiện biện pháp phong tỏa toàn quốc ở mức độ cao nhất – mức độ 5 hồi cuối tháng 3, mọi hoạt động kinh tế của cường quốc tại châu lục này dường như đã bị trì trệ khiến sản lượng sản xuất của các doanh nghiệp bị giảm mạnh, do đó nhiều doanh nghiệp ở nước này đã tuyên bố phá sản và tỷ lệ thất nghiệp ngày càng gia tăng. Thêm vào đó, chỉ số chứng khoán TOP 40 của Nam Phi đã sụt giảm 22% trong quý II năm 2020, mức giảm sâu nhất kể từ quý III năm 1998.

**Bảng 2: Phần trăm thay đổi trong GDP quý 1 năm 2020 so với quý 4 năm 2019 của top 10 quốc gia có số ca nhiễm COVID-19 cao nhất thế giới.**

STT	Quốc gia	Tổng số ca nhiễm tính đến cuối tháng 08 năm 2020	Phần trăm thay đổi GDP quý 1 năm 2020 so với quý 4 năm 2019
1	Hoa Kỳ	5.899.504	-1,263
2	Brazil	3.846.153	-2,455
3	Ấn Độ	3.621.245	0,659
4	Nga	995.319	-0,880
5	Peru	639.435	-3,500
6	Nam Phi	625.056	-0,457
7	Colombia	599.914	-2,108
8	Mexico	591.712	-1,164
9	Tây Ban Nha	471.222	-5,250
10	Argentina	401.239	-4,157

*Nguồn: OECD, Quarterly GDP*

Bảng 2 tổng hợp thông tin về tổng số ca nhiễm COVID-19 ở 10 quốc gia có số ca nhiễm cao nhất thế giới được tính đến ngày 31 tháng 8 năm 2020 cùng với sự thay đổi trong Tổng sản phẩm quốc nội (GDP) trong 3 tháng quý 1 đầu năm 2020 so với quý 4 năm 2019. Nhìn chung, có thể thấy GDP của toàn bộ các quốc gia này đều chịu sự sụt giảm đáng kể chỉ trong 3 tháng đầu năm khi xuất hiện các ca nhiễm do dịch bệnh COVID-19.

## 4. Phương pháp nghiên cứu

### 4.1. Dữ liệu nghiên cứu

Chúng tôi bắt đầu xây dựng mẫu dữ liệu bằng việc thu thập dữ liệu của số ca ghi nhận nhiễm COVID-19 và số ca tử vong do dịch của 10 quốc gia có số ca nhiễm cao nhất thế giới là Hoa

Kỳ, Ấn Độ, Brazil, Nga, Peru, Mexico, Colombia, Tây Ban Nha, Argentina, Nam Phi từ website chính thức của WHO Covid19.who.int (WHO Coronavirus Disease Dashboard). Trang web cung cấp dữ liệu có sẵn được cập nhật theo ngày của tất cả quốc gia và vùng lãnh thổ trên toàn thế giới bị ảnh hưởng bởi đại dịch COVID-19 cho tới ngày tác giả thu thập dữ liệu. Dữ liệu bắt đầu từ ngày 20 tháng 1 năm 2020 và kết thúc vào ngày 31 tháng 8 năm 2020. Tiếp theo, chúng tôi thu thập dữ liệu về tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán theo ngày của 10 quốc gia từ website www.investing.com (Stock Market Quotes And Financial News) trong cùng thời kỳ. Để có được mẫu dữ liệu đồng nhất xuyên suốt giữa các quốc gia, tác giả sử dụng dữ liệu của duy nhất một chỉ số chứng khoán đại diện cho từng quốc gia. Sau đó, tác giả thu thập dữ liệu về các biến kiểm soát quốc gia như biến chỉ số mức độ e ngại rủi ro (Uncertainty Avoidance Index), biến tự do đầu tư (Investing Freedom), biến tổng sản phẩm quốc nội (GDP), biến trách nhiệm giải trình (Democratic Accountability) và sắp xếp đồng đều với dữ liệu theo ngày của các biến trên.

Dưới đây là bảng thống kê số liệu liệt kê 10 quốc gia có số ca nhiễm COVID-19 cao nhất thế giới và các chỉ số thị trường chứng khoán đại diện cho từng quốc gia cùng với số lượng quan sát hàng ngày của mỗi quốc gia. Ngoài ra, bảng dưới cũng đề cập thêm dữ liệu về ngày mà ca nhiễm virus đầu tiên được ghi nhận tại quốc gia đó, và dữ liệu của các quốc gia sẽ được tính từ ngày này.

**Bảng 3: Thông tin về mẫu dữ liệu: Bảng báo cáo về quốc gia, các chỉ số thị trường chứng khoán của mỗi quốc gia, ngày ca mắc COVID-19 đầu tiên được xác nhận tại một quốc gia và số lượng dữ liệu quan sát của từng quốc gia.**

Quốc gia	Chỉ số chứng khoán	Ngày ca nhiễm COVID-19 đầu tiên được xác nhận	Số quan sát
Hoa Kỳ	S&P 500	Ngày 20 tháng 01 năm 2020	122
Ấn Độ	BSE Sensex 30	Ngày 30 tháng 01 năm 2020	114
Brazil	Bovespa	Ngày 26 tháng 02 năm 2020	101
Nga	MOEX	Ngày 31 tháng 01 năm 2020	113
Peru	S&P Lima General	Ngày 07 tháng 03 năm 2020	94
Mexico	S&P BMV IPC	Ngày 28 tháng 02 năm 2020	99
Colombia	COLCAP	Ngày 06 tháng 03 năm 2020	94
Argentina	S&P Merval	Ngày 03 tháng 03 năm 2020	114
Tây Ban Nha	IBEX 35	Ngày 20 tháng 01 năm 2020	97
Nam Phi	TOP 40	Ngày 05 tháng 03 năm 2020	95
Tổng			1043

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp*

## 4.2. Phương pháp nghiên cứu

### Mô hình nghiên cứu và mô tả biến

Nghiên cứu này nhằm phân tích sự ảnh hưởng của thay đổi trong số ca nhiễm và số ca tử vong do đại dịch COVID-19 lên tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán, bài nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy tổng quát sau:

$$Y_{c,t} = \alpha c + \beta 1 \text{COVID-19}_{c,t-1} + \sum_{k=1}^k \beta_k X_c^k + \varepsilon_{c,t}$$

Trong đó:  $\varepsilon_{c,t}$ : sai số ngẫu nhiên theo không gian và chuỗi thời gian kết hợp. Với ký hiệu  $c$  và  $t$  tương ứng đại diện cho quốc gia và ngày,  $\alpha c$  là số hạng không đổi hay là hệ số chặn của phương trình hồi quy.

*Biến phụ thuộc:*

Biến tỷ suất sinh lợi chứng khoán ( $Y_{c,t}$ ): Toàn bộ tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán ở quốc gia  $c$  vào ngày  $t$ . Tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán được đo lường bằng sự thay đổi trong chỉ số chứng khoán đại diện cho mỗi quốc gia:

$$Y_{c,t} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

Trong đó,  $I_t$  là chỉ số chứng khoán ngày  $t$  và  $I_{t-1}$  là chỉ số chứng khoán ngày  $t-1$ .

*Biến độc lập:*

Biến gia tăng trong số lượng ca bệnh (COVID-19): thể hiện 2 chỉ tiêu đo lường về số lượng ca liên quan tới dịch bệnh COVID-19.

- (1) Sự gia tăng hàng ngày trong số lượng ca bệnh COVID-19
- (2) Sự gia tăng trong số bệnh nhân tử vong hàng ngày do đại dịch COVID-19.

*Biến kiểm soát:*

Vector chuỗi các biến kiểm soát mức độ quốc gia ( $X_c^k$ ): Đại diện cho các biến kiểm soát mức độ quốc gia như chỉ số mức độ e ngại rủi ro (Uncertainty Avoidance Index), biến trách nhiệm giải trình (Democratic Accountability), biến tự do đầu tư (Investment Freedom) và biến tổng sản phẩm quốc nội Log (GDP).

Chỉ số mức độ e ngại rủi ro - Uncertainty Avoidance Index (UAI)

Chỉ số mức độ e ngại rủi ro được tác giả thu thập từ Hofstede và cộng sự (2010), nghiên cứu về văn hóa quốc gia và đo lường sự khác biệt giữa các quốc gia trong mức độ e ngại rủi ro của các nhà đầu tư. Chỉ số mức độ e ngại rủi ro (UAI) có thể được hiểu là mức độ mà một người trong một xã hội cảm thấy khó chịu hay còn có thể cảm thấy bị đe

đọa bởi các tình huống mơ hồ và thiếu chắc chắn và họ sẽ tự tạo ra niềm tin để cố gắng tránh những điều này.

Tổng sản phẩm quốc nội – Gross domestic products (GDP)

Tổng sản phẩm quốc nội (GDP) của một quốc gia trong bài nghiên cứu được tác giả ước tính theo lũy thừa logarit  $\text{Log}(\text{GDP})$  và dữ liệu của biến được thu thập từ danh mục chỉ số phát triển thế giới (WDI) từ website của Ngân hàng thế giới (World bank) và đo lường mức độ phát triển của nền kinh tế.

Sự tự do đầu tư – Investment freedom (IF)

Dữ liệu của sự tự do đầu tư (IF) được tác giả thu thập từ cơ sở dữ liệu của website [heritage.org](http://heritage.org) về chỉ số tự do kinh tế (Heritage Foundation, 2020) để đo lường sự tự do hóa của thị trường chứng khoán. Chỉ số tự do đầu tư đánh giá nhiều hạn chế đầu tư (bộ máy quan liêu nặng nề, hạn chế quyền sở hữu đất đai, trung thu các khoản đầu tư mà không được đền bù công bằng, kiểm soát ngoại hối, kiểm soát vốn, các vấn đề an ninh, thiếu cơ sở hạ tầng đầu tư cơ bản, v.v.). Chỉ số đánh giá một loạt các hạn chế thường được áp dụng đối với đầu tư. Điểm bị trừ khỏi điểm lý tưởng là 100 cho mỗi hạn chế được tìm thấy trong chế độ đầu tư của một quốc gia.

Trách nhiệm giải trình - Democratic accountability (DA)

Dữ liệu về trách nhiệm giải trình được thu thập từ cơ sở dữ liệu của Tổ chức hướng dẫn quốc tế về rủi ro quốc gia (International Country Risk Guide) và thể hiện chất lượng của thể chế chính trị.

## 5. Kết quả

### 5.1. Thống kê mô tả

Trong phần này, tác giả lần lượt trình bày thống kê mô tả các biến được sử dụng trong mô hình, sự phân tích tương quan giữa các biến và cuối cùng là phân tích các kết quả từ các mô hình hồi quy nghiên cứu.

Thống kê mô tả là một quy trình khá quan trọng cần được thực hiện khi phân tích các dữ liệu được nghiên cứu. Thống kê mô tả giúp mô tả chi tiết các đặc tính cơ bản của dữ liệu. Cụ thể, Bảng 4.1 cung cấp kết quả mô tả đặc tính các biến được sử dụng trong mô hình nghiên cứu, các đặc điểm mô tả bao gồm: số quan sát, giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị lớn nhất, giá trị nhỏ nhất của biến phụ thuộc, tỷ suất sinh lợi thị trường chứng khoán ( $Y$ ), các biến độc lập là gia tăng trong số lượng ca nhiễm bệnh và số ca tử vong do dịch (COVID-19) và vector các biến kiểm soát mức độ quốc gia ( $X_C^k$ ) đại diện cho chỉ số mức độ e ngại rủi ro (Uncertainty Avoidance Index), trách nhiệm giải trình dân chủ (Democratic Accountability),

tự do đầu tư (Investment Freedom) và tổng sản phẩm quốc nội Log (GDP) bao gồm 1043 quan sát về số ca nhiễm bệnh và 903 quan sát về tổng số ca tử vong do đại dịch COVID-19.

**Bảng 4: Thống kê mô tả các biến trong nghiên cứu**

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Tỷ suất sinh lợi thị trường chứng khoán	1.043	0,0009	0,0249	-0,1478	0,1391
Sự gia tăng trong số ca nhiễm bệnh	1.043	0,0755	0,1964	0	3
Sự gia tăng trong số ca tử vong	903	0,0640	0,1623	0	3
Trách nhiệm giải trình	1.043	4,7775	1,2137	2	6
<b>Chỉ số mức độ e ngại rủi ro</b>	1.043	72,0997	19,3281	40	95
Tự do đầu tư	1.043	62,9674	19,3572	30	85
Log (GDP)	1.043	27,8746	1,3108	26,1475	30,6957

*Nguồn: Kết quả tổng hợp từ phần mềm Stata 14.0*

Trước tiên, thông qua kết quả thống kê mô tả trong bảng 4, ta nhận thấy rằng tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán 10 quốc gia qua thời kỳ nghiên cứu từ thấp nhất là -14,78% đến cao nhất là 13,91% và giá trị trung bình là 0,09%, qua đó có thể thấy sự chênh lệch khá đáng kể trong lợi nhuận của các chỉ số thị trường chứng khoán của 10 quốc gia trong giai đoạn diễn ra dịch bệnh COVID-19. Điều này có thể được giải thích thông qua phản ứng của thị trường chứng khoán các quốc gia đối với tình hình diễn biến phức tạp của đại dịch COVID-19 liên quan đến số ca nhiễm bệnh cũng như các bất ổn trong thị trường chứng khoán của các quốc gia này.

Hai biến độc lập về sự gia tăng trong số ca được xác nhận nhiễm bệnh và số ca tử vong được đại diện bởi biến tổng quát COVID-19 trong mô hình nghiên cứu lần lượt có giá trị trung bình là 7,55% và 6,39%, thấp hơn so với nghiên cứu của Ashraf (2020) là 18% và 19%, điều này có thể lý giải thông qua kích cỡ của mẫu dữ liệu và khoảng thời gian lấy mẫu của 2 bài nghiên cứu.

Cuối cùng là các biến kiểm soát quốc gia: chỉ số mức độ e ngại rủi ro (Uncertainty Avoidance Index), trách nhiệm giải trình (Democratic Accountability), tự do đầu tư (Investment Freedom) và tổng sản phẩm quốc nội Log (GDP), có giá trị trung bình lần lượt là 72,10%, 4,78%, 62,97%, 27,87% với giá trị nhỏ nhất và giá trị lớn nhất là (40; 95) – đối với biến chỉ số mức độ e ngại rủi ro, (2; 6) – đối với biến trách nhiệm giải trình dân chủ, (30; 85) – đối với biến tự do đầu tư, (26,15; 30,69) – đối với biến tổng sản phẩm quốc nội.

## 5.2. Kết quả phân tích tương quan

Tác giả sử dụng ma trận tương quan Pearson để thực hiện phân tích tương quan từ đó có được cái nhìn đầu tiên về mối tương quan giữa các biến được sử dụng trong mô hình nghiên cứu, đặc biệt là mối tương quan giữa biến phụ thuộc và các biến độc lập. Các hệ số tương quan giữa các biến trong mô hình được thể hiện chi tiết trong Bảng 5.

Nhìn qua ma trận tương quan trên, ta có thể thấy hệ số tương quan trong phân tích tương quan Pearson đều bé hơn 0,8 cho ta biết rằng mô hình nghiên cứu không có hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng. Kết quả của phân tích tương quan Pearson cho thấy chỉ có một biến là Gia tăng trong số ca nhiễm COVID-19 tương quan với hệ số là -0,1407 và có ý nghĩa thống kê ở mức 10% đối với biến Tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán 10 quốc gia. Ngoài ra, mối tương quan âm giữa sự gia tăng ca nhiễm đối với tỷ suất sinh lợi thị trường chứng khoán giải thích một mối quan hệ ngược chiều giữa 2 biến này, hay có thể nói rằng khi số ca bệnh nhân được ghi nhận mắc COVID-19 càng gia tăng, tỷ suất sinh lợi của chỉ số thị trường chứng khoán càng giảm. Điều này cũng có thể được lý giải thông qua sự bán tháo cổ phiếu của người dân các nước khi có tin tức bùng phát cùng với sự gia tăng nhanh chóng của dịch bệnh, khiến cho giá chứng khoán giảm.

Trong bài phân tích này, tác giả sử dụng ma trận tương quan Pearson nhằm cung cấp cái nhìn sơ bộ tổng quan về các mối tương quan giữa các biến có trong bài nghiên cứu. Tuy nhiên, để có được một kết quả chính xác hơn về mối tương quan giữa các biến phụ thuộc và các biến độc lập, tác giả đã tiến hành hồi quy thông qua các mô hình nghiên cứu. Và để có được các kết quả chính xác cuối cùng, tác giả đã tiến hành kiểm định các khuyết tật của mô hình nhằm đưa ra kết quả có ý nghĩa thống kê đáng tin cậy nhất.

**Bảng 5: Ma trận tương quan giữa các biến**

Biến	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(1) Tỷ suất sinh lợi chứng khoán	1,0000						
(2) Gia tăng số ca nhiễm	-0,1407*	1,0000					
(3) Gia tăng số ca tử vong	-0,0041	0,3846*	1,0000				
(4) Trách nhiệm giải trình dân chủ	-0,0170	0,0314	0,0324	1,0000			
(5) Tự do đầu tư	-0,0286	0,0235	0,0205	0,5122*	1,0000		
(6) Log (GDP)	0,0049	0,0027	0,0420	0,3116*	0,1264*	1,0000	
(7) Mức độ e ngại rủi ro	-0,0086	0,0056	-0,0206	-0,6432*	0,0829*	-0,4908*	1,0000

Trong đó (\*) tương đương với mức ý nghĩa 10%.  
Nguồn: Kết quả tổng hợp từ phần mềm Stata 14.0

### 5.3. Kết quả hồi quy Pooled OLS

Tác giả thực hiện hồi quy theo 4 mô hình, bao gồm 2 mô hình liên quan đến sự gia tăng ca nhiễm COVID-19 và 2 mô hình liên quan tới sự tăng lên về số ca tử vong do đại dịch. Trong đó mô hình hồi quy (1) bao gồm biến phụ thuộc là tỷ suất sinh lợi thị trường chứng khoán và biến độc lập COVID-19 đại diện cho sự gia tăng trong số ca nhiễm bệnh. Mô hình (2) gồm biến phụ thuộc là tỷ suất sinh lợi chỉ số thị trường chứng khoán cùng với biến độc lập COVID-19 đại diện cho sự gia tăng số ca nhiễm bệnh và các biến kiểm soát như trách nhiệm giải trình dân chủ, tự do đầu tư, Log (GDP), mức độ e ngại rủi ro được đại diện bởi vector  $X_c^k$ . Và cũng tương tự đối với mô hình gia tăng số ca tử vong (3) và (4) như sau:

$$(1) Y_{c,t} = \alpha c + \beta 1 \text{COVID-19}_{c, t-1} \text{ Ca nhiễm} + \varepsilon_{c,t}$$

$$(2) Y_{c,t} = \alpha c + \beta 1 \text{COVID-19}_{c, t-1} \text{ Ca nhiễm} + \sum_{k=1}^k \beta_k X_c^k + \varepsilon_{c,t}$$

$$(3) Y_{c,t} = \alpha c + \beta 1 \text{COVID-19}_{c, t-1} \text{ Ca tử vong} + \varepsilon_{c,t}$$

$$(4) Y_{c,t} = \alpha c + \beta 1 \text{COVID-19}_{c, t-1} \text{ Ca tử vong} + \sum_{k=1}^k \beta_k X_c^k + \varepsilon_{c,t}$$

**Bảng 6: Kết quả hồi quy Pooled OLS theo ước lượng mô hình sai số chuẩn mạnh (Heteroskedasticity Robust Standard Errors)**

Tên biến	Tỷ suất sinh lợi thị trường chứng khoán			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Gia tăng trong số ca nhiễm	-0,0179*** [-2,64]	-0,0177*** [-2,63]		
Gia tăng trong số ca tử vong			-0,000568 [-0,09]	-0,000349 [-0,05]
Mức độ e ngại rủi ro		-0,0000135 [-0,19]		-0,0000642 [-0,94]
Log (GDP)		0,000117 [0,18]		-0,000218 [-0,37]
Tự do đầu tư		-0,0000250 [-0,44]		-0,0000106 [-0,19]
Trách nhiệm giải trình		-0,000232 [-0,20]		-0,00118 [-1,04]
Constant	0,00228*** [3,26]	0,00267 [0,12]	0,00215*** [2,88]	0,0192 [0,98]
Số quan sát	1043	1043	903	903
R - squared	0,020	0,021	0,000	0,003

Trong đó (\*\*\*) tương đương với p-value < 1%, T-statistic được dùng trong [ ].

Nguồn: Kết quả tổng hợp từ phần mềm Stata 14.0

Bảng 6 báo cáo kết quả hồi quy tổng hợp của 4 mô hình nghiên cứu theo phương pháp hồi quy Pooled OLS theo ước lượng sai số chuẩn mạnh. Qua đó, có thể thấy ở mô hình (1) với biến phụ thuộc Tỷ suất sinh lợi chứng khoán và biến độc lập Gia tăng ca nhiễm COVID-19, biến gia tăng trong số ca nhiễm bệnh có tương quan ngược chiều với hệ số hồi quy = -0,0179 so với tỷ suất sinh lợi thị trường chứng khoán và có khả năng

giải thích mạnh với mức ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Hay nói cách khác, với 1% gia tăng trong số ca nhiễm bệnh COVID-19 tỷ suất sinh lợi của chỉ số thị trường chứng khoán nhìn chung sẽ giảm 1,79%. Và cũng tương tự đối với mô hình (2) bao gồm biến phụ thuộc là Tỷ suất sinh lợi chứng khoán, biến độc lập là sự gia tăng ca nhiễm COVID-19 và có thêm các biến kiểm soát quốc gia. Sự gia tăng trong số ca nhiễm của mô hình này cũng xảy ra sự tương quan ngược chiều với hệ số hồi quy = -0,0177 với mức ý nghĩa thống kê cũng ở mức 1% so với tỷ suất sinh lợi thị trường chứng khoán. Hay có thể nói rằng 1% gia tăng trong số ca mắc bệnh sẽ tác động làm thị trường chứng khoán giảm 1,77%. Điều này cho thấy được sự phản ứng của thị trường chứng khoán đối với sự gia tăng ca nhiễm COVID-19 ở các quốc gia khi mà mọi lĩnh vực trong nền kinh tế đều bị ảnh hưởng bởi đại dịch “có một không hai trong thế kỷ”. Nguyên nhân của sự tác động tiêu cực tới thị trường chứng khoán ở các quốc gia này là do khi xuất hiện các ca nhiễm COVID-19 mới cũng như sự gia tăng nhanh chóng các ca nhiễm sau đó, điều này sẽ ảnh hưởng tới tâm lý của các nhà đầu tư chứng khoán khiến họ bán tháo các chứng khoán nắm giữ ra thị trường làm chứng khoán giảm giá mạnh.

Ngoài ra, hoạt động giãn cách toàn xã hội ở các quốc gia có số ca nhiễm cao nhất thế giới cũng khiến cho thu nhập của người dân bị ảnh hưởng, gia tăng sự thất nghiệp do thiếu việc làm, hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp do đó cũng bị trì trệ và không được thực hiện một cách hiệu quả, từ đó khiến nền kinh tế bị khủng hoảng nghiêm trọng kéo theo các hệ lụy làm ảnh hưởng gián tiếp tới thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng, khiến nhiều chỉ số chứng khoán bị giảm sâu. Còn ở mô hình (3) và mô hình (4) về tác động của số ca tử vong do đại dịch COVID-19 lên thị trường chứng khoán, ta thấy ở đây cũng xảy ra một mối quan hệ ngược chiều với hệ số hồi quy lần lượt là -0,000568 và -0,000349, nhưng 2 mô hình này đều không có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này có thể được hiểu là sự gia tăng trong số ca tử vong do đại dịch không có sự tác động lớn lắm đến thị trường chứng khoán. Ngoài ra, bằng việc quan sát các hệ số hồi quy của 4 mô hình trên, tác giả nhận thấy thị trường chứng khoán ở 10 quốc gia có số ca nhiễm COVID-19 cao nhất thế giới phản ứng mạnh hơn đối với sự gia tăng số ca nhiễm bệnh hơn là đối với gia tăng số ca tử vong do đại dịch.

Qua kiểm định kết quả hồi quy tổng hợp của 4 mô hình, có thể thấy kết quả hồi quy về tác động ngược chiều và mạnh mẽ hơn của sự gia tăng số ca nhiễm COVID-19 đối với tỷ suất sinh lợi thị trường chứng khoán, hơn là của sự gia tăng số ca tử vong do đại dịch là tương đồng với kết quả nghiên cứu của Ashraf (2020). Tuy nhiên, đối với mô hình gia tăng số ca tử vong do đại dịch, có thể thấy bài nghiên cứu này thể hiện sự phản ứng nhẹ và có tác động không đáng kể của số ca tử vong lên thị trường chứng khoán. Điều này có thể được lý giải thông qua mẫu dữ liệu của 2 bài nghiên cứu là có phần khác nhau và



khoảng thời gian lấy mẫu cũng chênh lệch nhau nên 2 bài nghiên cứu có sự phản ứng khác nhau của thị trường chứng khoán 10 quốc gia đối với sự gia tăng số ca tử vong. Ngoài ra, nếu so sánh với kết quả nghiên cứu của Abdullah và các cộng sự (2020) về tác động của đại dịch COVID-19 lên thị trường chứng khoán Trung Quốc, chúng ta cũng có thể thấy sự tương đồng của cả 2 bài nghiên cứu khi sự gia tăng trong số ca nhiễm bệnh đều có tác động tiêu cực và ảnh hưởng mạnh mẽ lên tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán. Hay có thể nhắc đến tác phẩm nghiên cứu của Seungho và các cộng sự (2020) về sự biến động của thị trường chứng khoán đối với đại dịch COVID-19 theo hướng phân tích cấp độ ngành nghề, có thể thấy kết quả của bài nghiên cứu này đã chỉ ra rằng cả tin tức tích cực hay tin tức tiêu cực liên quan về đại dịch COVID-19, đều có tác động mạnh mẽ lên thị trường chứng khoán ở các ngành công nghiệp tại nhiều quốc gia tuy nhiên thì tin tức tiêu cực về đại dịch liên quan tới sự gia tăng nhanh chóng số ca nhiễm bệnh thể hiện tác động mạnh mẽ hơn lên sự biến động của thị trường chứng khoán.

## 6. Kết luận

Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng của top 10 quốc gia có số ca nhiễm COVID-19 cao hàng đầu thế giới được ghi nhận bởi tổ chức Y tế thế giới WHO trong giai đoạn từ tháng 1 năm 2020 đến hết tháng 8 năm 2020 để xem xét mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lợi các chỉ số thị trường chứng khoán với sự gia tăng số ca mắc bệnh COVID-19 và số ca tử vong do đại dịch. Qua đó có thể xem xét được tác động của đại dịch COVID-19 lên thị trường chứng khoán. Kết quả nghiên cứu đã cho thấy rằng sự gia tăng trong số ca nhiễm do đại dịch COVID-19 có tác động ngược chiều so với tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán. Kết quả này là hoàn toàn tương đồng đối với kết quả nghiên cứu thực nghiệm từ nghiên cứu của Ashraf (2020) đối với 64 quốc gia trên toàn thế giới.

## Tài liệu tham khảo

- Al-Awadhi, A. M., Alsaifi, K., Al-Awadhi, A., & Alhammadi, S. (2020). Death and contagious infectious diseases: Impact of the COVID-19 virus on stock market returns. *Journal of behavioral and experimental finance*, 27, 100326.
- Ashraf, B. N. (2020). Stock markets' reaction to COVID-19: Cases or fatalities?. *Research in International Business and Finance*, 54, 101249.
- Baek, S., Mohanty, S. K., & Glambsosky, M. (2020). COVID-19 and stock market volatility: An industry level analysis. *Finance Research Letters*, 37, 101748.
- Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., Kost, K., Sammon, M., & Viratyosin, T. (2020). The unprecedented stock market reaction to COVID-19. *The Review of Asset Pricing Studies*, 10(4), 742-758..
- Goodell, J. W. (2020). COVID-19 and finance: Agendas for future research. *Finance Research Letters*, 35, 101512.
- Hofstede, G., Hofstede, G.J., Minkov, M., 2010. *Cultures and Organizations: Software of the Mind*. McGraw-Hill, New York, NY.

## 23.

# TÍNH THANH KHOẢN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP TRONG THỜI KỲ COVID-19

Phùng Đức Nam\*

Vũ Thị Kim Dung\*

### Tóm tắt

*Bài nghiên cứu xem xét tác động của cuộc khủng hoảng sức khỏe Covid-19 đến khả năng thanh khoản của doanh nghiệp được niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam như thế nào. Bằng cách sử dụng ba tỷ số tài chính được đo lường theo dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trong các kịch bản rủi ro giảm 50% và 75% doanh thu, bài nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy logit để phân tích những yếu tố nội tại như ROA, biên lợi nhuận gộp, đòn bẩy tài chính, quy mô và tỷ lệ nắm giữ tiền mặt tác động thế nào đến khả năng doanh nghiệp trở nên kém thanh khoản. Kết quả nghiên cứu cho thấy ngoài biên lợi nhuận gộp, các yếu tố như nắm giữ tiền mặt, ROA, quy mô công ty và đòn bẩy tài chính đều có vai trò trong việc xác định khả năng kém thanh khoản của doanh nghiệp.*

**Từ khóa:** COVID-19, khủng hoảng tiền mặt, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, tính kém thanh khoản.

### 1. Giới thiệu

Có thể thấy dịch bệnh không những tác động lớn đến sức khỏe con người, bên cạnh đó nó cũng có ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế thế giới, trong đó không ngoại trừ Việt Nam. Hiện nay nền kinh tế Việt Nam phụ thuộc nhiều các nền kinh tế khác, nên khi dịch bệnh lan rộng ra nhiều nơi, hầu hết quốc gia trong tình trạng “đóng cửa” nhu cầu xuất nhập khẩu hay chi tiêu của người tiêu dùng đối với các sản phẩm và dịch vụ giảm mạnh. Ngành công nghiệp, sản xuất nguyên vật liệu... đình trệ trong ngắn hạn vì nguồn cung ứng bị gián đoạn và rất có thể đối mặt với nguy cơ ngừng sản xuất. Đối với các ngành nghề khác như hàng hải, hậu cần và các lĩnh vực phân phối, bán lẻ trong nước hay hàng không, sự lây lan của virus đã khiến nhu cầu đi lại của hành khách giảm mạnh. Theo báo cáo thống kê của Tổng cục Hải quan trong tháng 2, dịch COVID-19 đã khiến ngân sách

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: ducnam@ueh.edu.vn

Việt Nam mất đi khoảng 150 tỷ đồng mỗi ngày. Hay trong 8 tháng qua đã có hơn 34.000 doanh nghiệp tạm ngưng hoạt động tăng hơn 70.8% trong cùng kỳ năm ngoái.

Với tình huống khó khăn, bất ngờ và kéo dài như dịch bệnh COVID-19, có thể kiến nhu cầu thị trường đối với các sản phẩm và dịch vụ tiếp tục suy giảm liên tục, gây nên khó khăn với nguồn thu của doanh nghiệp. Điều này có thể làm doanh nghiệp thiếu hụt tiền mặt trở nên kém thanh khoản, hoặc có thể lâm vào tình trạng kiệt quệ tài chính. Các nhà hoạch định tài chính phải có những biện pháp và kết hợp với những giải pháp từ Chính phủ để có thể tránh những cú sốc tạm thời, cũng như rủi ro thanh khoản lâu dài trong bối cảnh thị trường tiếp tục giảm mạnh trong lâu dài.

Trong các bài nghiên cứu trước đây, những nhà nghiên cứu khác đã đo lường sự kém thanh khoản hay kiệt quệ tài chính qua nhiều chỉ số khác nhau như tỷ số thanh toán, tỷ số thanh toán nhanh, tỷ số thanh toán hiện hành, nắm giữ tiền mặt... Nhưng chưa xuất hiện nhiều nghiên cứu theo các tỷ số được tính toán theo dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh là chỉ tiêu quan trọng trong việc báo cáo lưu chuyển tiền tệ, vì nó thể hiện khả năng tiền mặt tạo ra từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp nhằm đáp ứng những nhu cầu nợ, duy trì hoạt động và trả lãi cho các chủ sở hữu. Trong bài nghiên cứu này, tác giả thực hiện đo lường về khả năng kém thanh khoản hay trở nên kiệt quệ tài chính của các doanh nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Để đánh giá việc tác động của việc trở nên kém thanh khoản, tác giả dựa trên việc tính toán 3 tỷ số tài chính: tỷ lệ tiền mặt trên dòng tiền từ hoạt động, tỷ lệ dòng tiền hoạt động trên nợ ngắn hạn đo lường trong ngắn hạn và tỷ lệ dòng tiền hoạt động trên tổng nợ đo lường rủi ro thanh khoản trong dài hạn. Sau khi tính toán trong trường hợp cơ sở (năm 2019), tác giả sẽ thử nghiệm đo lường các chỉ số này trong những kịch bản khó khăn là giảm doanh số 50% và 75%. Sau đó tiến hành đo lường các yếu tố nội tại của doanh nghiệp sẽ tác động đến khả năng trở nên kém thanh khoản của doanh nghiệp như thế nào.

Bài nghiên cứu này tiến hành ước lượng khả năng thanh khoản và đo lường khả năng trở nên kém thanh khoản của các doanh nghiệp phi tài chính Việt Nam từ năm 2015 đến 2019, được niêm yết trên 2 sàn chứng khoán HOSE và HNX. Mẫu dữ liệu gồm có 151 doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên 2 sàn chứng khoán HOSE và HNX, trong giai đoạn 5 năm 2015-2019. Với biến phụ thuộc là biến nhị phân, nên bài viết thực hiện mô hình hồi quy logit tương tự các nghiên cứu trước đây của Tinoco & Wilson (2013).

## 2. Tổng quan lý thuyết và các nghiên cứu liên quan

### 2.1 Lý thuyết liên quan đến tính thanh khoản

Có nhiều lý thuyết liên quan đến thanh khoản của doanh nghiệp. Lý thuyết ưa thích thanh khoản (Keynes, 1936) cho rằng mọi người ưa thích giữ tiền hơn là đầu tư nó vào cổ phiếu, trái phiếu. Động cơ giữ tiền mặt của một người, đó là giao dịch, dự phòng và đầu cơ. Lý thuyết quản lý tiền mặt (Baumol, 1988) làm nổi bật lên được sự đánh đổi cơ bản giữa các chi phí cố định của việc bán các chứng khoán với việc nắm giữ tiền mặt. Mức độ dư trữ tiền mặt quá nhiều sẽ gây nên tình trạng lãng phí, nhưng mức độ dư trữ quá ít gây nên tình trạng thiếu hụt trong vấn đề thanh toán và đầu tư. Vì vậy khi xảy ra tình trạng mất kiểm soát về lượng tiền mặt nắm giữ sẽ làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp, tiềm ẩn nhiều nguy cơ gây nên tình trạng thiếu vốn làm doanh nghiệp kém thanh khoản và gây nên tình trạng kiệt quệ tài chính một lúc nào đó.

Lý thuyết đánh đổi (Kranus & Litezenberger, 1973) là lý thuyết tiếp cận cấu trúc vốn về sự đánh đổi giữa lợi ích và chi phí khi sử dụng nợ. Theo lý thuyết giá trị doanh nghiệp tỷ lệ thuận với giá trị tấm chắn thuế, nhưng tỷ lệ nghịch với chi phí kiệt quệ tài chính ở thời điểm hiện tại. Trong đó khi sử dụng vay nợ doanh nghiệp có một khoản chi phí lãi vay làm giảm thu nhập chịu thuế phải nộp cho nhà nước, được xem là giá trị tấm chắn thuế của doanh nghiệp. Nhưng đến mức độ nào đó chi phí sử dụng nợ sẽ vượt trội hơn là lợi ích từ tấm chắn thuế của doanh nghiệp, từ đó gia tăng nhanh dần các khoản nợ làm giảm giá trị doanh nghiệp, đẩy doanh nghiệp vào những nguy cơ rủi ro thanh khoản. Doanh nghiệp sử dụng nợ càng nhiều, chi phí kiệt quệ tài chính càng lớn và gia tăng khả năng kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp.

Lý thuyết trật tự phân hạng (Myers & Majluf, 1984) nêu rằng những nhà quản lý có nhiều thông tin về doanh nghiệp hơn những nhà đầu tư bên ngoài; những nhà đầu tư hiện tại có nhiều thông tin hơn những nhà đầu tư mới. Do đó, khi sử dụng nguồn vốn bên ngoài của nhà đầu tư mới, nhà đầu tư mong muốn một mức sinh lời cao hơn điều này làm nguồn vốn từ bên ngoài trở nên đắt đỏ hơn so với doanh nghiệp. Vì vậy doanh nghiệp nên ưu tiên sử dụng nguồn vốn từ bên trong rồi mới đến nguồn tài trợ từ nợ, cuối cùng là nguồn tài trợ của cổ phần thường. Việc sử dụng nguồn vốn như vậy cũng tránh cho doanh nghiệp những chi phí, nguy cơ gây nên tình trạng kém thanh khoản hay kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp.

Theo lý thuyết chi phí đại diện (Jensen & Mecking, 1976) đề cập đến lợi ích của các bên trong công ty cổ phần: cổ đông, nhà quản lý hay là chủ nợ. Trong thực tế những nhà quản lý sẽ thay mặt các cổ đông thực hiện điều hành hoạt động của doanh nghiệp. Nhưng đôi khi vì mong muốn tối đa hóa giá trị hiện hữu của doanh nghiệp, hay chỉ quan tâm đến

những lợi ích trong ngắn hạn mà bỏ qua, không chú ý đến những mục tiêu dài hạn để tăng giá trị của doanh nghiệp, điều này làm tổn hại đến những lợi ích của các cổ đông và chủ nợ. Những doanh nghiệp lớn thường có ban kiểm soát để kiểm tra, phòng tránh những gian lận hay sai lầm độc lập với Hội đồng quản trị. Vì vậy những doanh nghiệp lớn giảm đi nguy cơ kiệt quệ tài chính.

## 2.2 Các nghiên cứu trước đây về tính thanh khoản

Bruinshoofd và Kool (2014) tiến hành thực nghiệm về tính thanh khoản của doanh nghiệp Hà Lan, nghiên cứu tổng thể 453 doanh nghiệp trong giai đoạn 1986-2007. Trong bài nghiên cứu tác giả đã đo lường sự ảnh hưởng đến tính thanh khoản của doanh nghiệp qua các biến độc lập là ROA, đầu tư, nợ ngắn hạn, quy mô, vốn lưu động, tài sản, doanh thu và tổng nợ. Kết quả cho thấy vốn lưu động, đầu tư và ROA lại có tương quan âm đến khả năng thanh toán của doanh nghiệp.

Opler và cộng sự (1999) với nghiên cứu tiến hành các yếu tố quyết định và tác động đến việc nắm giữ tiền mặt của 1.048 doanh nghiệp Mỹ từ 1971 đến 1994. Kết quả đặc biệt chỉ ra rằng các doanh nghiệp với tài sản lớn thường nắm giữ tiền mặt trên tổng tài sản ít hơn, vì những doanh nghiệp có thể tiếp cận được thị trường vốn tốt hơn nên nắm giữ tiền mặt ít hơn (ít lo ngại rủi ro thanh khoản trong doanh nghiệp) và có chỉ số thanh khoản kém hơn. Các biến độc lập tương quan ngược chiều với thanh khoản là vốn lưu động, đòn bẩy và chi trả cổ tức. Ở chiều ngược lại, tỷ lệ dòng tiền trên tài sản, rủi ro ngành, chi tiêu vốn trên doanh thu và chi tiêu vốn trên tài sản có tương quan cùng chiều với thanh khoản.

Chen và Mahajan (2010) Ảnh hưởng của các yếu tố vĩ mô đến tính thanh khoản của doanh nghiệp ở 34 quốc gia từ năm 1994 đến 2005. Bài nghiên cứu cho rằng việc nắm giữ tiền mặt bị bỏ qua trong thời điểm doanh nghiệp hoạt động bình thường, và đến khi xuất hiện khủng hoảng họ mới nhận thấy sự quan trọng giữa việc nắm giữ tiền mặt. Khủng hoảng không chừa bất kỳ ai và nó có thể khiến việc sụp đổ theo dây chuyền của các tổ chức tài chính vì không còn khả năng thanh toán. Nghiên cứu xem xét sự tác động của các biến số vĩ mô lên tính thanh khoản của doanh nghiệp (nắm giữ tiền mặt). Kết quả cho thấy rằng các biến số kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất thực tế ngắn hạn, lạm phát, thâm hụt ngân sách chính phủ, chênh lệch tín dụng, tín dụng và thuế suất doanh nghiệp có ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng thanh khoản của doanh nghiệp (nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp). Các công ty muốn nắm giữ nhiều tiền mặt hơn khi nền kinh tế đang mở rộng để họ có đủ quỹ nội bộ để tài trợ cho các cơ hội đầu tư lợi nhuận trong tương lai gần. Lạm phát có liên quan cùng chiều với tình trạng doanh nghiệp, ngụ ý rằng các công ty tăng lượng tiền mặt gia tăng ròng khi lạm phát tăng. Trong khi đó, thâm hụt

ngân sách của chính phủ có tác động tiêu cực, cho thấy chính phủ cao hơn thâm hụt ngân sách có thể dẫn đến tăng trưởng GDP thấp hơn, điều này gián tiếp dẫn đến giảm thanh khoản của doanh nghiệp do hiệu ứng thu nhập. Ảnh hưởng tích cực của tín dụng nó lan truyền cho thấy các công ty nắm giữ nhiều tiền mặt hơn khi rủi ro tín dụng và chi phí giao dịch cao hơn.

Nguyễn Đình Thiên và các cộng sự (2014) nghiên cứu về các yếu tố tác động đến khả năng thanh khoản của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Trong bài nghiên cứu này khả năng thanh toán của doanh nghiệp được đo lường thông qua tỷ số thanh toán hiện hành (current ratio). Và kết quả cho thấy tỷ lệ vốn lưu động thuần và tỷ số P/B có tác động cùng chiều và ảnh hưởng nhiều nhất đến khả năng thanh toán. Các yếu tố tỷ số P/E, tỷ lệ lưu chuyển tiền thuần cũng có tác động cùng chiều và bên cạnh đó các yếu tố tỷ lệ nợ, tỷ lệ lợi nhuận trên tổng tài sản có tương quan âm đến khả năng thanh toán.

Alifiah (2014) nghiên cứu về dự đoán các công ty gặp khó khăn trong lĩnh vực thương mại và dịch vụ ở Malaysia bằng cách chạy mô hình Logit với biến phụ thuộc là định tính và biến độc lập bao gồm vĩ mô và các tỷ số tài chính. Kết quả bài nghiên cứu cho rằng yếu tố lãi suất cơ bản tác động cùng chiều đến khả năng kiệt quệ tài chính của doanh nghiệp. Các tỷ số tài chính thu nhập ròng, vốn luân chuyển và doanh thu thuần trên tổng tài sản có tác động ngược chiều còn tỷ số đòn bẩy có tác động cùng chiều với khả năng doanh nghiệp trở nên kiệt quệ tài chính.

De Vito và Gómez (2020) xem xét cuộc khủng hoảng Covid-19 ảnh hưởng thế nào đến tính thanh khoản của các doanh nghiệp niêm yết trên 26 quốc gia. Trong trường hợp bất lợi nhất, các doanh nghiệp có hoạt động linh hoạt một phần sẽ cạn kiệt lượng tiền mặt nắm giữ trong vòng 2 năm, và nợ ngắn hạn của các doanh nghiệp sẽ trung bình tăng lên 8 lần, cho thấy doanh nghiệp sẽ phải sử dụng thị trường nợ để ngăn chặn tình trạng suy giảm doanh thu. Tác giả cũng phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến khả năng trở nên kém thanh khoản của doanh nghiệp và thấy rằng tỷ lệ đòn bẩy có tác động cùng chiều. Có nghĩa những doanh nghiệp có đòn bẩy cao sẽ dễ rơi vào kiệt quệ tài chính hơn. Mặt khác những yếu tố như biên lợi nhuận, lợi nhuận trên tài sản, tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và quy mô công ty sẽ tác động ngược chiều với khả năng trở nên kém thanh khoản của doanh nghiệp. Cuối cùng, tác giả nghiên cứu 2 hình thức tài trợ của chính phủ cho doanh nghiệp là hoãn thuế và cho vay, kết quả cho thấy rằng một khoản cho vay hợp lý sẽ tiết kiệm chi phí hơn để ngăn chặn một cuộc khủng hoảng tiền mặt.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1 Đo lường tính thanh khoản của doanh nghiệp

Bài viết nghiên cứu xem xét các yếu tố tác động thế nào đến tính thanh khoản của các doanh nghiệp. Để phân tích rủi ro thanh khoản của các doanh nghiệp, Tác giả sẽ kiểm tra 3 tỷ số tài chính được mô phỏng qua 2 trường hợp là giảm 50% doanh thu và 75% doanh thu theo như nghiên cứu của De Vito và Gómez (2020). Đây được xem là mô phỏng tình huống khó khăn của doanh nghiệp ứng với trường hợp rủi ro trung bình và rủi ro cao.

Có 3 tỷ số tài chính để đánh giá về rủi ro thanh khoản trong ngắn hạn (tỷ lệ tiền mặt trên dòng tiền từ hoạt động và dòng tiền hoạt động trên nợ ngắn hạn) và dài hạn (tỷ lệ dòng tiền hoạt động trên tổng nợ) của doanh nghiệp. Ba tỷ số này cũng được tác giả De Vito và Gómez (2020) để đánh giá khả năng thanh khoản của doanh nghiệp. Chúng đều được đo lường theo dòng tiền hoạt động của doanh nghiệp, khác với những nghiên cứu trước đây sử dụng những công cụ khác như nắm giữ tiền mặt (Opler & Cộng sự 1999, Chen & Mahaja 2010), tỷ số thanh toán hiện hành (Nguyễn Đình Thiên 2014)... dòng tiền hoạt động của doanh nghiệp là dòng tiền lưu chuyển từ hoạt động kinh doanh. Chỉ số này là thước đo lượng tiền mặt được tạo ra từ quá trình hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong 1 kỳ và cho biết liệu công ty có thể tạo ra đủ dòng tiền dương để duy trì và phát triển hoạt động kinh doanh của mình không, hay cần phải vay tiền hoặc phát hành thêm cổ phiếu để hoạt động. Sau đó phân tích sự thay đổi của 3 tỷ số này theo sự thay đổi của doanh thu. Và để thực nghiệm rủi ro thanh khoản của doanh nghiệp niêm yết, bài viết nhấn mạnh 3 tỷ số này trong kịch bản rủi ro tương ứng giảm 50% và giảm 75% doanh thu.

#### *Tỷ lệ đốt tiền mặt (cash burn rate)*

Tỷ lệ này đo lường thời gian (năm) doanh nghiệp có thể tích lũy tiền mặt từ dòng tiền hoạt động nếu dòng tiền này dương; và nếu dòng tiền âm, đo lường thời gian doanh nghiệp sử dụng dòng tiền của công ty vào các hoạt động của doanh nghiệp mà không vay mượn hay phát hành thêm cổ phiếu, nói cách khác thời gian đốt tiền của doanh nghiệp. Và trong phạm vi nghiên cứu chỉ số này được đặt tên là tỷ lệ đốt tiền mặt. Giả sử một công ty có tình hình doanh thu giảm và có tỷ lệ đốt tiền mặt -1.5, có nghĩa doanh nghiệp sẽ có khoảng 1 năm 6 tháng trước khi lượng tiền mặt nắm giữ cạn kiệt, với giả thiết doanh nghiệp không vay nợ hay phát hành cổ phiếu mới.

$$\text{Tỷ lệ đốt tiền mặt} = \frac{\text{Cash}}{\text{CFO} + \delta\text{CFO}}$$

*Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên nợ ngắn hạn*

Tỷ lệ này cho biết nợ ngắn hạn sẽ được chi trả bao nhiêu % bằng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh nếu dòng tiền dương, và thể hiện % tăng trưởng trong nợ ngắn hạn nếu dòng tiền âm. Chỉ tiêu này ngụ ý rằng với dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh trong kỳ, doanh nghiệp có thể chi trả được nợ ngắn hạn hay không.

$$\text{Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên nợ ngắn hạn} = \frac{CFO + \delta CFO}{CL + \delta CL}$$

*Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên tổng nợ*

Tỷ lệ này cho biết tổng nợ sẽ được chi trả bao nhiêu % bằng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh nếu dòng tiền dương, và thể hiện % tăng trưởng trong tổng nợ nếu dòng tiền âm. Nói cách khác 1 đồng nợ phải trả sẽ được đảm bảo bởi mấy đồng tiền và tương đương tiền lưu chuyển thuần từ hoạt động kinh doanh. Có thể thấy rằng khi tỷ số này cao hơn 1 thì dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trong kỳ đảm bảo được đáp ứng đủ và thừa khả năng thanh toán nợ trong kỳ và ngược lại.

$$\text{Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trên tổng nợ} = \frac{CFO + \delta CFO}{TD}$$

Trong đó, Cash bao gồm tiền mặt trong kỳ, CFO là dòng tiền từ hoạt động kinh doanh; CL và CD đồng thời là nợ ngắn hạn và tổng nợ của doanh nghiệp. Và  $\delta CL$ ,  $\delta CFO$  là sự thay đổi của nợ ngắn hạn và dòng tiền từ hoạt động trong các trường hợp giảm doanh thu.

Ước tính sự thay đổi của dòng tiền hoạt động trong trường hợp giảm doanh thu ( $\delta CFO$ )

Để minh họa cho việc giảm nhu cầu (tức giảm doanh thu) ảnh hưởng thế nào đến với dòng tiền thu được từ hoạt động kinh doanh, theo như bài nghiên cứu của De Vito và Gómez (2020), cho thấy khi doanh số bán hàng của doanh nghiệp giảm 1% bằng  $\delta Sales/Sales$ , sự thay đổi trong CFO sẽ là:

$$\delta CFO = \frac{\delta Sales}{Sales} \times ((Sales - Op.Costs \times E_{Op.Costs}) \times (1-TR) - \Delta CA \times E_{\Delta CA} + \Delta CL \times E_{\Delta CL}) \quad (1)$$

Trong đó:

$\delta CFO$ : Sự thay đổi của dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khi doanh số giảm  $\frac{\delta Sales}{Sales}$

$\frac{\delta Sales}{Sales}$ : Phần trăm thay đổi trong doanh thu (Tương ứng 50% và 75% theo giả định trong bài nghiên cứu)

$Sales$ : Doanh thu thuần

$Op.Costs$ : Bao gồm giá vốn và chi phí hoạt động của doanh nghiệp



$E_{Op.Costs}$ ,  $E_{\Delta CA}$ ,  $E_{\Delta CL}$ : Lần lượt là độ co giãn của chi phí hoạt động, thay đổi trong tài sản lưu động và thay đổi trong nợ ngắn hạn tương ứng với doanh thu

$\Delta CA$ ,  $\Delta CL$ : Sự thay đổi trong tài sản lưu động và thay đổi trong nợ ngắn hạn.

Trong bài nghiên cứu cũng tính toán sự thay đổi của nợ ngắn hạn đối với phần trăm thay đổi trong doanh thu như sau:

$$\delta CL = \frac{\delta Sales}{Sales} \times CL \times E_{CL} \quad (2)$$

Trong đó: CL là nợ ngắn hạn của doanh nghiệp và  $E_{CL}$  là hệ số co giãn giữa nợ ngắn hạn đối với doanh thu.

### 3.2 Mô hình nghiên cứu thực nghiệm

Bài nghiên cứu này thực hiện một mô hình logistic mà biến phụ thuộc là tính thanh khoản là một biến nhận giá trị là 1 nếu công ty kém thanh khoản, và là 0 nếu ngược lại, với những biến độc lập là nắm giữ tiền mặt, đòn bẩy tài chính, biên lợi nhuận, ROA và tổng tài sản.

Mô hình Logit để ước lượng các tham số hồi quy, qua đó dự báo khả năng trở nên kém thanh khoản của các doanh nghiệp Việt Nam. Doanh nghiệp trở nên kém thanh khoản trong năm nay do tình hình nội tại của doanh nghiệp trong năm trước chuyển biến xấu, vì vậy biến độc lập ( $X_{it-1}$ ) của nghiên cứu sẽ là biến trễ một kỳ; biến phụ thuộc ( $Y_{it}$ ) là hiện tượng kém thanh khoản có xảy ra hay không. Nghiên cứu dựa trên mô hình Logit ở bài nghiên cứu của Tinoco & Wilson (2013), Alifah (2014), Nguyễn Thị Mai Hương (2016) hay Phạm Thị Hồng Vân (2018).

Như vậy mô hình Logistic trong bài nghiên cứu có thể viết có thể viết như sau:

$$\ln\left(\frac{P_0}{1-P_0}\right) = \ln(\text{odds}) = \beta_0 + \beta_1 * \text{Cashholding} + \beta_2 * \text{SIZE} + \beta_3 * \text{GROSSMARGIN} + \beta_4 * \text{ROA} + \beta_5 * \text{LEVERAGE}$$

Trong đó:

$P(Y=1) = P_0$  là xác suất xảy ra sự kiện, tức là xảy ra kém thanh khoản tài chính năm thứ t

$P(Y=0) = 1 - P_0$  là xác suất không xảy ra sự kiện, tức là không xảy ra kém thanh khoản tài chính năm thứ t

Odds là tỷ số đo lường xác suất kiệt quệ tài chính/ xác suất không xảy ra kém thanh khoản tài chính.  $\text{Odds} = P_0 / (1 - P_0)$

$\beta_i$  là vector ( $1 * n$ ) gồm các tham số là hệ số hồi quy tương ứng của các biến độc lập của mô hình

$X_{it-1}$  là vector ( $1 \times n$ ) gồm các biến độc lập của mô hình ở năm thứ  $t-1$  (biến trễ 1 kỳ)

### 3.3 Mô tả biến

Để xác định được biến phụ thuộc này ta dựa trên tỷ số đột tiền mặt, nếu tỷ số này nằm trong khoảng  $-0.5$  đến  $0$ , biến thanh khoản nhận giá trị  $1$  và nhận giá trị  $0$  nếu không nằm trong khoảng đó. Việc lựa chọn các biến độc lập để đưa vào mô hình dựa trên các nghiên cứu thực nghiệm khác bao gồm nắm giữ tiền mặt, đòn bẩy tài chính, biên lợi nhuận, ROA và quy mô công ty.

Các lý thuyết tài chính cho rằng mỗi doanh nghiệp đều có tỷ lệ nắm giữ tiền mặt riêng phù hợp với doanh nghiệp của mình. Một lượng tiền mặt đủ lớn để đảm bảo chi trả những hóa đơn, lãi vay hay chi tiêu vốn để các hoạt động của công ty được điều hành một cách trơn tru và để doanh nghiệp xử lý trong những tình huống bất thường, khẩn cấp. Nhưng nếu chỉ số này quá lớn có thể thấy rằng ban giám đốc của doanh nghiệp chưa thực sự hiệu quả, khi không sử dụng để đầu tư hoặc không biết làm gì với số tiền dư thừa đó. Theo lý thuyết trật tự phân hạng của Myers và Majluf (1984) chi phí vay có thể tránh được nếu công ty có thể giữ lại tiền mặt để thực hiện các dự án đầu tư tiềm năng, nói cách khác công ty có thể tránh được phần rủi ro khi vay nợ nếu có đủ tiền mặt để đề phòng. Và theo lý thuyết ưa thích thanh khoản của Keynes (1936), con người ưa thích nắm giữ tiền mặt nhiều hơn và động cơ của việc này là dự trữ cho các giao dịch, đầu cơ hay cả dự phòng rủi ro. Faulkenden và Wang (2006) cho rằng nắm giữ tiền mặt đủ lớn để đảm bảo được tính thanh khoản, đáp ứng việc thanh toán các khoản nợ bắt buộc nếu công ty không tạo ra dòng tiền đủ đáp ứng. Nghiên cứu của Chen và Mahaja (2020) chỉ ra rằng doanh nghiệp trong tình huống hoạt động bình thường, thường bỏ qua việc nắm giữ tiền mặt. Nhưng khi trong trường hợp rủi ro họ mới thấy sự cần thiết của việc nắm giữ tiền mặt. doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc đáp ứng các nghĩa vụ tài chính khi dòng tiền giảm và nguồn tài chính có sẵn trong doanh nghiệp quan trọng hơn, vì chi phí vay nợ có thể trở nên quá cao, doanh nghiệp có mức độ nắm giữ tiền mặt nhiều hơn sẽ tránh được những khả năng trở nên kiệt quệ tài chính hay kém thanh khoản (Jiming và Weiwei, 2011 và Phạm Thị Hồng Vân, 2018). Vì vậy tác giả kỳ vọng có tác động ngược chiều giữa tỷ lệ nắm giữ tiền mặt và khả năng trở nên kém thanh khoản của doanh nghiệp.

Những công ty đủ lớn có sự uy tín nhất định dễ dàng thu hút những khoản đầu tư, những khoản vay hay khẳng định được vị thế trên thị trường. Có nhiều cách để đánh giá quy mô của công ty như tổng doanh thu, tổng số lao động đang làm việc hay là tổng tài sản. Trong phạm vi nghiên cứu của đề tài, tác giả lựa chọn đánh giá sự ảnh hưởng của quy mô theo tiêu chí tổng tài sản. Quy mô doanh nghiệp (SIZE) sẽ được tính bằng Logarit của tổng tài sản. Trong nghiên cứu của Lyroudi và Bolek (2012) đối với các doanh nghiệp

ở Ba Lan cho rằng tổng tài sản có tương quan ngược chiều với khả năng thanh toán hay tính thanh khoản. Opler và cộng sự (1999) cho thấy những doanh nghiệp có tài sản lớn sẽ nắm giữ tiền mặt ít hơn. Có thể hiểu rằng khi kích thước của một công ty tăng, công ty sẽ nắm giữ nhiều những tài sản có ít thanh khoản hơn, vì nó có thể tiếp cận đến những nguồn vốn một cách hiệu quả hơn mà chi phí thấp hơn thông qua nhiều thị trường vốn khác hay ngân hàng. Do đó tác giả kỳ vọng kết quả hồi quy âm, quy mô doanh nghiệp có tương quan ngược chiều với khả năng trở nên kém thanh khoản của doanh nghiệp.

Biên lợi nhuận gộp là chỉ tiêu quan trọng đánh giá khả năng sinh lợi của doanh nghiệp, chỉ tiêu này cho biết rằng mỗi đồng doanh thu sau khi trừ đi giá vốn hàng bán doanh nghiệp thu về được bao nhiêu đồng lợi nhuận gộp.

$$\text{Gross Margin} = \frac{\text{Doanh thu thuần} - \text{Giá vốn hàng bán}}{\text{Doanh thu thuần}}$$

Tỷ số này mang giá trị dương nghĩa là công ty kinh doanh có lãi, tỷ suất này càng lớn có nghĩa lãi càng lớn; tỷ suất này âm công ty đang gặp thua lỗ. Theo như nghiên cứu của Huberman (1984) cho rằng thu nhập thấp hơn doanh nghiệp cũng kém thanh khoản hơn, khi thu nhập của công ty thấp doanh nghiệp không đủ điều kiện trang trải và phải vay mượn hay phát hành thêm cổ phiếu để tăng tính thanh khoản của công ty mình. Và theo nghiên cứu của Garcia-Teruel and Martinez-Solano (2007) lợi nhuận của doanh nghiệp có tương quan đồng biến với khả năng thanh toán của công ty. Mặc khác trong nghiên cứu của Dash và Hanuman (2009) đã chỉ ra rằng có sự tác động cùng chiều giữa lợi nhuận với khả năng trở nên thanh khoản của doanh nghiệp. Trong bài nghiên cứu này biến biên lợi nhuận gộp được kỳ vọng là tương quan âm với xác suất kém thanh khoản của doanh nghiệp.

Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) là một tỷ số tài chính dùng để đo lường khả năng sinh lợi trên mỗi đồng tài sản của doanh nghiệp. Có thể tính toán chỉ số này bằng cách lấy lợi nhuận ròng của doanh nghiệp trong kỳ báo cáo chia cho bình quân tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp trong cùng kỳ. Số liệu về ROA có thể lấy trực tiếp trên những trang chứng khoán, nếu tỷ số này lớn hơn 0 và càng cao, có nghĩa doanh nghiệp càng làm ăn hiệu quả và ngược lại. Và tỷ số này cũng cho biết hiệu quả trong việc quản lý và sử dụng tài sản để tạo ra thu nhập của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Bruinshoofd và Kool (2014) cho thấy rằng ROA có tương quan ngược với tình trạng nắm giữ các tài sản lưu động của doanh nghiệp, tác giả giải thích do khi tính toán chỉ số này các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu tồn tại một mức lãi vay khá lớn trong doanh thu. Do vậy có thể kỳ vọng rằng đây là tỷ số nghịch biến với khả năng trở nên kém thanh khoản của doanh nghiệp.

Đòn bẩy tài chính được tính bằng cách lấy tổng nợ trên tổng tài sản và đo lường mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. Theo lý thuyết đánh đổi của Kranus & Litezenberger (1973) doanh nghiệp có sự đánh đổi giữa tầm chắn thuế và chi phí kiệt quệ

tài chính khi vay nợ. Ở mức độ nào đó chi phí vay nợ sẽ cao vượt trội và làm nợ nhiều hơn gây nên xác suất kém thanh khoản cao hơn. Nếu tiền từ hoạt động kinh doanh không đủ để tài trợ cho các khoản nợ ngắn hạn, doanh nghiệp rơi vào tình trạng thiếu thanh khoản và phải vay nợ để tiếp tục hoạt động, có thể dẫn đến tỉ số này càng cao, doanh nghiệp dễ rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính hay tính thanh khoản kém hơn khi đòn bẩy cao. Đây cũng là kết quả của rất nhiều nghiên cứu như Opler và cộng sự (1999), Bunn và Redwood (2003), Alifiah (2014), Nguyễn Đình Thiên (2014), Nguyễn Thị Mai Hương (2016) hay Phạm Thị Hồng Vân (2018). Do đó kỳ vọng mối quan hệ đồng biến giữa đòn bẩy tài chính và khả năng kém thanh khoản của doanh nghiệp.

### **3.4 Dữ liệu nghiên cứu**

Bài nghiên cứu thu thập ngẫu nhiên dữ liệu một cách ngẫu nhiên của 151 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên 2 sàn chứng khoán HNX và HOSE trong kỳ 2019, và phân tích tập trung vào năm tài chính này. Tuy nhiên đối với việc xác định sự thay đổi, chẳng hạn như thay đổi của tài sản lưu động và thay đổi ngắn hạn, sử dụng thêm số liệu của năm tài chính 2018.

## **4. Kết quả và thảo luận**

### **4.1 Thống kê dữ liệu:**

Bảng 4.1, tập trung vào 2 tình huống rủi ro được mô phỏng và cho thấy phản ứng của các công ty đối với cú sốc. Có thể thấy rằng trong kịch bản cơ sở không có sự sụt giảm doanh thu, trung bình các công ty có tỷ lệ tiền mặt tích lũy đến từ dòng tiền hoạt động là 2 năm 2 tháng và sẽ là hơn 4 tháng trong trường hợp doanh thu giảm 50%. Nhưng đến khi doanh thu giảm đến 75%, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh giảm mạnh và tình huống tồi tệ xảy ra với doanh nghiệp khi thời gian sử dụng tất cả tiền mặt, hay nói cách khác thời gian đốt tiền, chỉ còn khoảng dưới 1 tháng. Có thể thấy khi tình hình kinh tế bất ổn, nếu doanh thu cứ tiếp tục giảm dòng tiền vào sẽ khiến tỷ lệ đốt tiền mặt ngày càng thu hẹp. Mức độ nặng nề của dịch Covid tác động lên người lao động, năng suất và cả dòng tiền của doanh nghiệp. Đặc biệt thiếu hụt dòng tiền ảnh hưởng trực tiếp đến sự sống còn của doanh nghiệp Việt Nam, dù là doanh nghiệp quy mô lớn hay nhỏ, công hay tư. Các doanh nghiệp Việt Nam bị ảnh hưởng nhiều nhất trong khu vực bởi việc khách hàng giảm hay dừng mua hàng, mặt khác trước dịch bệnh chưa có sự chuyển biến về mặt kỹ thuật cũng như khá thụ động trong việc sản xuất chỉ thực hiện gia công theo những đơn đặt hàng có sẵn. Điều này khiến doanh nghiệp khó khăn lại càng khó khăn hơn trong mùa dịch bệnh.

**Bảng 4.1: Thống kê tỷ lệ đốt tiền mặt, tỷ lệ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đến nợ ngắn hạn và tổng nợ trong các tình huống khác nhau.**

<b>Bảng A: Trường hợp cơ sở - Không giảm danh thu</b>							
Cash burn rate		CFO / nợ ngắn hạn(%)		CFO / tổng nợ (%)		DN kém thanh khoản	
Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	Number	Per.
2.019	1.417	14.41	10.19	8.99	8.36	2	1.32%
<b>Bảng B: Trường hợp giảm 50% doanh thu</b>							
Cash burn rate		CFO / nợ ngắn hạn		CFO / tổng nợ		DN kém thanh khoản	
Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	Number	Per.
0.3993	-0.96	-230.09	-13.57	-293.27	-13.18	65	43.05%
<b>Bảng C: Trường hợp giảm 75% doanh thu</b>							
Cash burn rate		CFO / nợ ngắn hạn		CFO / tổng nợ		DN kém thanh khoản	
Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	Number	Per.
-0.057	-0.907	-430.57	-15.17	-464.71	-10.91	77	50.99%

Bài nghiên cứu thực hiện trên một dữ liệu bảng không cân đối bao gồm 151 công ty niêm yết trên 2 sàn chứng khoán HNX và HOSE trong kỳ quan sát kéo dài 5 năm từ 2015-2019, tổng số quan sát trong nghiên cứu có được 755 quan sát. Mẫu dữ liệu được phân tách ra thành 2 nhóm: nhóm doanh nghiệp kém thanh khoản và nhóm doanh nghiệp có tính thanh khoản. Chi tiết các thông số mô tả được trình bày trong bảng 4.2, các thông số thống kê cho tất cả biến bao gồm: Số quan sát (Obs), giá trị trung bình (Mean), Độ lệch chuẩn (Std, dev), giá trị lớn nhất (Max) và giá trị nhỏ nhất (Min).

Trong tổng mẫu nghiên cứu có thể thấy trung bình các công ty trong mẫu có tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trong tài sản là 16.46616%, Log của tổng tài sản là 5.803, biên lợi nhuận trung bình của các công ty là 18.92%. Tỷ suất sinh lợi trên tài sản ROA trung bình sẽ 5.57% và tỷ lệ đòn bẩy (nợ trên tài sản) trung bình của các công ty trong mẫu sẽ 45.95%. Trong bảng 4.3 mô tả các biến khi chia thành 2 nhóm công ty kém thanh khoản và công ty không kém thanh khoản. Khi tách riêng 2 nhóm doanh nghiệp sẽ thấy có sự chênh lệch giữa tỷ lệ đòn bẩy nợ và những doanh nghiệp kém thanh khoản có tỷ lệ đòn bẩy cao hơn. Có thể hiểu rằng những doanh nghiệp này sẽ gặp nhiều rủi ro thanh khoản hơn khi vay nợ nhiều hơn, khả năng trở nên kiệt quệ tài chính vì vậy cũng cao hơn do phải gánh một khoản lãi vay. Doanh nghiệp kém thanh khoản cũng có trung bình về tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, tổng tài sản, biên lợi nhuận và ROA thấp hơn các doanh nghiệp không kém thanh khoản. Hàm ý rằng giống với thực tế khi doanh nghiệp nắm giữ tiền mặt có thêm thời gian để xoay xở, chi trả những khoản vay đến hạn để tránh tình trạng kém thanh khoản. Những doanh nghiệp có quy mô càng lớn chi phí và giá thành trên mỗi sản phẩm sẽ giảm hay tính lợi thế theo quy mô của doanh nghiệp. Do đó những doanh nghiệp có quy mô

lớn sẽ có thể tránh được tình hình tài chính kém thanh khoản hơn so với những doanh nghiệp có quy mô nhỏ. Mặt khác, những doanh nghiệp có ROA cao thể hiện mức độ hiệu quả của doanh nghiệp trong việc sử dụng tài sản, chỉ số này càng cao và ổn định trong thời gian dài sẽ là dấu hiệu cho thấy công ty sử dụng tài sản ngày càng hiệu quả và tối ưu các nguồn lực. Vì vậy, khả năng rơi vào kém thanh khoản sẽ thấp hơn so với những doanh nghiệp có ROA thấp. Cuối cùng lợi nhuận biên, chỉ số biên cho biết rằng bao nhiêu đồng lợi nhuận sẽ được tạo ra từ mỗi đồng doanh thu. Dùng chỉ số biên để tiến hành so sánh các công ty trong cùng 1 ngành, công ty nào có chỉ số biên cao hơn, cho thấy công ty đó có lãi hơn và kiểm soát được chi phí hiệu quả hơn so với các đối thủ cạnh tranh, vì thế khả năng rơi vào tình trạng kém thanh khoản cũng thấp hơn.

**Bảng 4.2: Thống kê mô tả các biến độc lập**

Variable	CASH HOLDING	SIZE	GROSS MARGIN	ROA	LEVERAGE
<b>Tổng mẫu</b>					
Mean	0.1646616	5.803857	0.1891691	0.0556936	0.4640023
Std. Dev.	0.1710186	0.7101422	0.4820215	0.0704323	0.2272363
Min	0.0002056	4.180126	-11.27443	-0.5172	0.0006789
Max	0.9398431	7.790771	2.131895	0.4597	0.9480672
Obs.	755	755	755	755	755
<b>Nhóm quan sát kém thanh khoản</b>					
Mean	0.0686196	5.786487	0.1830218	0.0270352	0.5353529
Std. Dev.	0.1237776	0.6016761	0.2817778	0.0385758	0.2139059
Min	0.0003037	4.310077	-0.0827406	-0.1365	0.0908074
Max	0.6512056	7.682248	1.992007	0.1452	0.9281341
Obs.	88	88	88	88	88
<b>Nhóm quan sát không kém thanh khoản</b>					
Mean	0.1773328	5.806149	0.1899802	0.0594747	0.4545887
Std. Dev.	0.1724265	0.7236029	0.5026603	0.0727939	0.2274218
Min	0.0002056	4.180126	-11.27443	-0.5172	0.0006789
Max	0.9398431	7.790771	2.131895	0.4597	0.9480672
Obs.	667	667	667	667	667

*Ghi chú: Bảng thống kê mô tả toàn bộ các biến cho mô hình được phân chia làm 3 nhóm: tổng quan sát, nhóm quan sát kém thanh khoản và nhóm quan sát không kém thanh khoản. CASHHOLDING: Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, SIZE: Quy mô doanh nghiệp, GROSSMARGIN: Biên lợi nhuận gộp, ROA: Tỷ số lợi nhuận trên tài sản, LEVERAGE: Đòn bẩy tài chính.*

## 4.2 Ma trận hệ số tương quan

Kết quả trong bảng 4.3 thấy rằng tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình không cao, hệ số tương quan cao nhất là 0.4288 giữa tỷ lệ đòn bẩy và quy mô của doanh nghiệp

theo tài sản, điều này hàm ý rằng các biến độc lập trong quan sát là ít tương quan, ít có khả năng xảy ra đa cộng tuyến.

**Bảng 4.3: Kết quả kiểm định độ tương quan**

	CBR	Cash holding	SIZE	Gross margin	ROA	LEV
CBR	1					
Cash holding	0.1141	1				
SIZE	-0.1479	-0.2948	1			
Gross margin	-0.0046	-0.0165	0.1444	1		
ROA	-0.0089	0.4288	-0.0705	0.0077	1	
LEV	-0.2041	-0.3003	0.3877	-0.0304	-0.2310	1

### 4.3 Kết quả ước lượng hồi quy

Bảng 4.4 trình bày mô hình hồi quy logistic có biến phụ thuộc (kém thanh khoản) nhận giá trị là 1 nếu công ty kém thanh khoản và nhận giá trị là 0 nếu công ty ngược lại. Với mô hình chính là các biến tài chính của doanh nghiệp: ROA, SIZE, CASHHOLDING, GROSSMARGIN, LEVERAGE.

**Bảng 4.4: Kết quả hồi quy logit**

CBR	Coef	Std. Err	Z	P>  z	[ 95% Conf. Interval]
CashHolding	-6.423651	1.39504	-4.64	0.000	-9.2139868 -3.707434
Size	-0.4185915	0.2048681	-2.04	0.041	-0.7323848 0.4431455
GrossMargin	-0.0847692	0.2712	-0.31	0.755	-6.163115 0.445773
ROA	-3.440351	1.981412	-1.74	0.068	-0.8201255 -0.0170575
Leverage	1.060579	0.5821694	1.82	0.068	-0.0804552 2.20161
_cons	0.7441804	1.139504	0.65	0.514	-1.489206 2.977567
Number of obs	=	755			
LR chi2 (5)	=	56.75			
Prob > chi2	=	0.000000			
Pseudo R2	=	0.1044			

*Kết quả Pseudo R2 cho thấy rằng các biến trong mô hình đã giải thích được 10.4% biến động trong mô hình*

Trong bảng 4.4 biến CashHolding có mức ý nghĩa là 0.000, nó chỉ rằng biến này có tác động ngược chiều có ý nghĩa thống kê với khả năng trở nên kém thanh khoản của doanh nghiệp. Biến Size, GrossMargin, ROA, Leverage có mức ý nghĩa lần lượt 0.041, 0.755, 0.068, 0.068. Có nghĩa những biến Size, ROA và Leverage có mối tương quan với khả năng trở nên kém thanh khoản của doanh nghiệp. Còn biến GrossMargin không có ý nghĩa thống kê với xác suất xảy ra tình trạng kém thanh khoản của doanh nghiệp.

Các thông số ước lượng được từ mô hình nhị phân, không giống như mô hình tuyến tính về những ước lượng, và không thể giải thích được vì chúng không cung cấp những thông tin đầy đủ về mối quan hệ giữa các biến độc lập và biến phụ thuộc nhị phân (Long & Freese, 2003). Do tính chất phi tuyến của nó các giá trị của hệ số ước lượng không thể giải thích được những tác động của biến độc lập riêng lẻ lên biến phụ thuộc trong mô hình. Tác giả sử dụng phương pháp đo lường hiệu ứng cận biên (marginal effects) được sử dụng để diễn giải kết quả hồi quy. Bảng 4.5 trình bày hiệu ứng biên của mô hình.

Khi biến CashHolding (Nắm giữ tiền mặt) trong mức ý nghĩa 1%, giảm 1 đơn vị dẫn đến sự gia tăng trong xác suất trở nên kém thanh khoản của doanh nghiệp là 0.466391%, với điều kiện các biến khác độc lập không đổi tại mức giá trị trung bình. Biến SIZE trong mức ý nghĩa 5% và biến ROA trong mức ý nghĩa 10% có thể giải thích tương tự khi giảm 1 đơn vị dẫn đến sự gia tăng trong xác suất trở nên kém thanh khoản của doanh nghiệp lần lượt 0.006155% và 0.249788%. Còn đối với biến Leverage (Đòn bẩy) với mức ý nghĩa 10% khi giảm 1 đơn vị cũng giảm xác suất trở nên kém thanh khoản của doanh nghiệp 0.0770036%. Như vậy thông qua kết quả hồi quy Logit mô hình và kết quả đo lường hiệu ứng biên, các biến có ý nghĩa và tác động đến khả năng trở nên kém thanh khoản của doanh nghiệp là CashHolding, Size, ROA và Leverage còn biến không có ý nghĩa thống kê là biến GrossMargin.

**Bảng 4.5: Kết quả đo lường hiệu ứng biên từ mô hình logit**

Variable	dy/dx	Std. Err	z	P> z	[95%	C.I. ]	X
CashHolding	-0.466391	0.07653	-0.31	0.000	-0.616384	-0.316397	0.164662
SIZE	-0.030392	0.01499	-2.03	0.043	-0.059765	0.001019	5.80396
GrossMargin	-0.006155	0.01966	-0.31	0.754	-0.044679	0.032369	0.189169
ROA	-0.249788	0.14524	-1.72	0.085	-0.534452	0.034876	0.055694
Leverage	0.0770036	0.04264	1.81	0.071	-0.006561	0.160567	0.464002

*Ghi chú: Bảng thống kê mô tả toàn bộ các biến cho các mô hình được phân chia làm 3 nhóm: tổng quan sát, nhóm quan sát kém thanh khoản và nhóm quan sát không kém thanh khoản. CASHHOLDING: Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, SIZE: Quy mô doanh nghiệp, GROSSMARGIN: Biên lợi nhuận gộp, ROA: Tỷ số lợi nhuận trên tài sản, LEVERAGE: Đòn bẩy tài chính*

Từ kết quả nghiên cứu, hệ số hồi quy của các biến độc lập trong mô hình cho thấy mức độ nắm giữ tiền mặt tăng khả năng trở nên kém thanh khoản của doanh nghiệp giảm. Điều này cho thấy rằng doanh nghiệp có lượng dư trữ tiền mặt cao sẽ có khả năng chi trả những khoản nợ đến hạn hay đáp ứng được những nhu cầu chi cho hoạt động của doanh nghiệp, qua đó hạn chế được khả năng trở nên kém thanh khoản.

Quy mô doanh nghiệp tăng khả năng trở nên kém thanh khoản của doanh nghiệp cũng giảm. Với những doanh nghiệp lớn có đủ tiềm lực cũng như uy tín với đối tác để vượt



qua được tình trạng khó khăn trong thanh khoản. Công ty lớn cũng có nhiều thời gian để điều chỉnh cũng như có thể gồng gánh và tránh tình trạng kiệt quệ tài chính.

Riêng biên lợi nhuận của doanh nghiệp không có tác động đến khả năng trở nên kém thanh khoản của doanh nghiệp. Có thể thấy rằng biên lợi nhuận đo lường sự chênh lệch giữa giá bán và chi phí cầu thành nên sản phẩm dịch vụ, các doanh nghiệp Việt Nam có biên lợi nhuận gộp cao, nhưng bên cạnh đó những chi phí cố định của doanh nghiệp cũng cao nên chỉ tiêu không tác động đến khả năng trở nên kém thanh khoản của doanh nghiệp. Nói chung tỷ lệ lợi nhuận gộp này để dùng để so sánh với các đối thủ cạnh tranh trong ngành và góp phần điều chỉnh giá bán.

Lợi nhuận trên tổng tài sản càng lớn khả năng trở nên kém thanh khoản của doanh nghiệp càng giảm. Chỉ số ROA càng cao tức khả năng sử dụng tài sản của doanh nghiệp càng hiệu quả, chỉ số này cao cho biết công ty đang kiếm được nhiều tiền hơn trên số tiền đầu tư ít hơn, vì vậy có thể thấy rằng doanh nghiệp khó xảy ra tình trạng kém thanh khoản hơn.

Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tăng khả năng trở nên kém thanh khoản của doanh nghiệp cũng tăng. Tỷ lệ này cho biết doanh nghiệp sử dụng nguồn nợ nhiều thế nào trong doanh nghiệp và nợ trong doanh nghiệp càng cao khả năng doanh nghiệp không thể chi trả càng lớn. Và nếu như trong tình huống giảm doanh thu mà những khoản nợ lại đến hạn, doanh nghiệp sẽ có khả năng không thể chi trả hoặc doanh nghiệp dùng hết tiền mặt dự trữ để chi trả.

## **5. Kết luận**

Mục tiêu của bài nghiên cứu là đo lường khả năng doanh nghiệp rơi vào tình trạng kém thanh khoản thông qua sự đo lường 3 tỷ số tài chính trong trường hợp giảm 50% doanh thu và 75% doanh thu, sau đó tiếp tục nghiên cứu các nhân tố tác động đến khả năng trở nên kém thanh khoản của doanh nghiệp. Nghiên cứu thực hiện đối với 151 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2015-2019.

Kết quả của bài nghiên cứu đưa ra được một số đóng góp và kiến nghị cho doanh nghiệp Việt Nam. Trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, việc cân đối dòng tiền thu và chi có thể ảnh hưởng đến sự phát triển của doanh nghiệp. Trong những giai đoạn tình hình kinh tế bình thường, hoạch định chính sách phù hợp cũng rất quan trọng cho mỗi doanh nghiệp để tránh đi những rủi ro trong dòng tiền hay dẫn đến kiệt quệ tài chính. Doanh nghiệp Việt Nam đang có mức sử dụng nợ khá cao, trong đó phần lớn là nợ ngắn hạn, và điều này trong kết quả nghiên cứu hay trong thực tế có thể khiến doanh nghiệp trở nên kém thanh khoản và kiệt quệ tài chính. Doanh nghiệp cần phải cơ cấu lại khoản nợ của mình vì trong tình hình nền kinh tế bình thường các doanh nghiệp đã gặp khó khăn

rồi. Trong khi đó, dịch bệnh Covid-19 ảnh hưởng nghiêm trọng đến xã hội-kinh tế của Việt Nam hay cả thế giới, dòng tiền thu vào của doanh nghiệp giảm mạnh do nhu cầu thị trường giảm hay tình hình hoạt động kinh doanh rơi vào cảnh khó khăn do nguồn cung ứng gặp hạn chế. Trong và sau dịch bệnh doanh nghiệp cần phải cơ cấu lại doanh nghiệp, cắt giảm những chi phí không hiệu quả và xem xét lại nguồn cung ứng. doanh nghiệp cũng cần lên những bản dự toán kế hoạch trong nhiều trường hợp khác nhau, vì dịch bệnh hay rủi ro tiềm ẩn không thể nào biết trước và luôn diễn ra hết sức phức tạp, cho đến tháng 10 năm nay dịch bệnh Covid-19 vẫn chưa có chiều hướng thuyên giảm ở nhiều quốc gia trên thế giới.

### Tài liệu tham khảo

- Alifiah, M. N., 2014 *Prediction of financial distress companies in the trading and services sector in Malaysia using macroeconomic variables*. International Conference on Innovation, Management and Technology Research, Malaysia. 22<sup>nd</sup> September 2013
- De Vito, A., & Gómez, J. P. (2020). Estimating the COVID-19 cash crunch: Global evidence and policy. *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(2), 106741.
- Bruinshoofd W. A. & Kool Clemens J.M., 2004 *Dutch Corporate Liquidity Management: New Evidence on Aggregation*, *Journal of Applied Economics* VII(November):195-230, November 2004
- Bunn P. & Rewood, V., 2003 *Company accounts-based modeling of business failures and the implications for financial stability*. Working paper 210.
- Chen N. & Arvind M., 2010 *Effects of Macroeconomic Conditions on Corporate Liquidity—International Evidence*. International Research Journal of Finance and Economics January 2010.
- Dash, M. & Ravipati, R., 2009, *A Liquidity-Profitability Trade-Off Model for Working Capital Management*, May 2009, SSRN Electronic Journal
- Faulkender, M., W. & Wang, R. 2006, *Corporate Financial Policy and the Value of Cash February 2006 The Journal of Finance* 61(4):1957-1990
- García – Teruel, P., J. & Martínez, S., P. 2007, *Effects of Working Capital Management on SME Profitability*, April 2007, International Journal of Managerial Finance 3(April):164-177
- Jiming, L., & Weiwei, D. 2011, *An Empirical study on the corporate financial distress Prediction based on logistic model: Evidence from China's Manufacturing Industry*. International journal of Digital content technology and Applications, 5, 268-379.
- Lyroutdi & Bolek, M. 2012 *Liquidity Analysis of Innovative and Traditional Businesses in Poland December 2012 Business Management and Education* 10(2):232-247.
- Long, J. S & Freese, J. 2003 *Regression Models for Categorical Dependent Variables using STATA, Stata Journal*.

- Nguyễn, Đình Thiên và cộng sự 2014 *Các yếu tố tác động đến khả năng thanh khoản của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam* trích từ Đại học Thủ Dầu Một, 2014, số 19.
- Nguyễn Thị Mai Hương (2016) *Dự báo kiệt quệ tài chính tại các công ty niêm yết Việt Nam*, Đại học kinh tế Tp. Hồ Chí Minh năm 2016.
- Opler, T. & Titman, S. 1994, *Financial distress and corporate performance*, *Journal of finance*, 49, 1015-1040.
- Phạm Thị Hồng Vân, 2018, *Đo lường khả năng kiệt quệ tài chính tại các công ty cổ phần ngành công nghiệp ở Việt Nam*, *Tạp chí Kinh tế và phát triển*, Số 255, tháng 9 năm 2018, tr. 32-4
- Việt Dũng, 2020, *Chi ngân sách gần 18.000 tỷ đồng cho công tác phòng chống Covid-19*, *Tạp chí tài chính* 13/10/2020

## 24.

### VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA VĂN HOÁ QUỐC GIA TRONG PHẢN ỨNG CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN TRƯỚC ĐẠI DỊCH COVID-19: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TẠI CÁC NỀN KINH TẾ MỚI NỔI VÀ ĐANG PHÁT TRIỂN

Phùng Đức Nam\*

Nguyễn Thị Diễm Kiều\*

#### Tóm tắt

*Phản ứng tiêu cực trước đại dịch COVID-19 đã được ghi nhận từ các thị trường chứng khoán trên toàn thế giới. Tuy nhiên, các nghiên cứu gần đây cho thấy mức độ phản ứng là không đồng đều giữa các quốc gia. Nghiên cứu này xem xét tác động của văn hoá quốc gia, cụ thể là thái độ trước sự không chắc chắn có thể xảy ra trong tương lai của các thành viên trong xã hội đến phản ứng của thị trường chứng khoán trước đại dịch. Sử dụng dữ liệu theo ngày về số lượng trường hợp nhiễm bệnh được xác nhận và tỷ suất sinh lợi thị trường chứng khoán từ 21 nền kinh tế mới nổi và các nước đang phát triển khác, nghiên cứu tìm thấy bằng chứng có ý nghĩa thống kê về tác động tiêu cực hơn của thị trường chứng khoán trước đại dịch ở các nền kinh tế có mức độ mức độ e ngại sự không chắc chắn cao hơn.*

**Từ khóa:** Đại dịch COVID-19, thị trường chứng khoán, văn hoá quốc gia, e ngại sự không chắc chắn.

#### 1. Giới thiệu

Đại dịch COVID-19 đã mang đến nỗi lo lắng và mức độ không chắc chắn gần như chưa từng có về tương lai của các nền kinh tế, sức khỏe của người dân, phản ứng của chính phủ và hành vi của con người... Mọi dự báo đều trở nên rất khó khăn trước mức độ cao của sự không chắc chắn này. Các thị trường chứng khoán trên toàn thế giới đã phản ứng với đại dịch COVID-19 với sự biến động chưa từng có tỷ suất lợi nhuận âm mạnh (Al-Awadhi và cộng sự, 2020; Ashraf, 2020a; Baker và cộng sự, 2020; Ramelli và Wagner, 2020; Zhang và cộng sự, 2020).

---

\*Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [ducnam@ueh.edu.vn](mailto:ducnam@ueh.edu.vn)

Tuy nhiên, phản ứng thị trường này là không đồng đều giữa các quốc gia với mức độ biến động cao (Ashraf, 2020b; Topcu và Gulal, 2020). Phản ứng của thị trường chứng khoán trước đại dịch khác nhau giữa các quốc gia không chỉ do mức độ thiệt hại kinh tế trong tương lai dự báo khác nhau (Gormsen và Koijen, 2020), còn do tâm lý khác nhau của các nhà đầu tư trên thị trường (Zhang và cộng sự, 2020). Schmeling (2009) chỉ ra rằng, sự khác biệt về các giá trị văn hoá giữa các quốc gia ảnh hưởng đến tâm lý của các nhà đầu tư nội địa, từ đó ảnh hưởng đến quyết định của các nhà đầu tư này trước các tin tức được tiếp nhận. Mức độ phản ứng khác biệt do ảnh hưởng của văn hoá này càng có thể trở lên rõ nét trước tác động rộng lớn và đầy bất định của đại dịch COVID-19.

Nghiên cứu này xem xét tác động của văn hoá dân tộc, cụ thể là thái độ trước sự không chắc chắn của người dân đến phản ứng của các thị trường chứng khoán mới nổi và đang phát triển khác trước đại dịch COVID-19. Sử dụng mô hình bảng động với dữ liệu theo ngày trong suốt năm 2020 từ 21 nền kinh tế đang phát triển, nghiên cứu cho thấy, văn hoá dân tộc thực sự có tác động điều tiết có ý nghĩa thống kê đến phản ứng của thị trường chứng khoán trước đại dịch. Mức độ phản ứng được ghi nhận tiêu cực hơn ở các quốc gia có mức độ e ngại sự không chắc chắn cao hơn. Kết quả nghiên cứu bổ sung bằng chứng quan trọng về vai trò của văn hoá đến hành vi thị trường tài chính ở các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển khác, đặc biệt trong giai đoạn biến động mạnh trước tác động của đại dịch. Đồng thời, cung cấp thêm bằng chứng về việc văn hoá quốc gia có khả năng đóng vai trò nhất định trong việc định giá tài sản trên thị trường.

Phần tiếp theo của nghiên cứu được cấu trúc theo như sau: Phần 2 tổng quan các nghiên cứu liên quan, cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu. Phần 3 trình bày các kết quả thực nghiệm và các thảo luận. Phần 4 kết luận.

## **2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu**

### **2.1. Tổng quan lý thuyết các nghiên cứu liên quan**

Văn hoá, một cách tổng quát nhất, được định nghĩa là tập hợp các giá trị, niềm tin và chuẩn mực cùng được chia sẻ để phân biệt các thành viên của một cộng đồng/một nhóm người với những cộng đồng khác (Hofstede, 1984). Văn hoá hướng dẫn hành vi của con người và xác định những điều được chấp nhận hoặc không được chấp nhận trong một xã hội (Hofstede, 2001). Văn hoá quốc gia được định nghĩa là “sự lặp trình chung của tâm trí để phân biệt các thành viên của một quốc gia với những quốc gia khác” (Hofstede, 1984; Hofstede và cộng sự, 2010).

Mặc dù văn hoá là khái niệm phổ biến và khó định lượng, Hofstede và cộng sự (2010) xây dựng bộ chỉ số đo lường về văn hoá dân tộc dựa trên 6 chiều kích: Khoảng cách quyền lực (power distance); Chủ nghĩa cá nhân và chủ nghĩa tập thể (individualism versus collectivism); Nam quyền và nữ quyền (masculinity versus femininity); Thái độ e ngại sự không chắc chắn (Uncertainty avoidance); Định hướng dài hạn và định hướng ngắn hạn (long term orientation versus short term normative orientation); Tự thoả mãn và tự kiềm chế (indulgence versus restraint). Trong đó, các nghiên cứu gần đây cho thấy, thái độ e ngại sự không chắc chắn là chiều kích quan trọng nhất trong văn hoá quốc gia đối với hoạt động của lĩnh vực tài chính (Kwok và Tadesse, 2006).

Thái độ e ngại sự không chắc chắn được Hofstede (1984) định nghĩa là mức độ các thành viên của một nền văn hoá cảm thấy không thoải mái trước các tình huống bất định/không có cấu trúc. Các cá nhân từ các nền văn hoá có thái độ e ngại sự không chắc chắn cao hơn thường không dễ dàng chấp nhận và trở nên khó chịu hơn trước các điều bất định. Họ phản ứng nhanh hơn khi có lo lắng liên quan đến các mối đe dọa lệch khỏi vùng thoải mái của họ, vùng thoải mái này thường khá hẹp một cách tương đối (Hofstede, 2001). Ngược lại, các cá nhân từ các nền văn hoá có thái độ e ngại sự không chắc chắn thấp hơn thường chấp nhận sự bất ổn dễ dàng hơn và có mức độ chịu đựng rủi ro cao hơn.

Trong lĩnh vực tài chính, Kwok và Tadesse (2006) và Ashraf (2020b) cho thấy, các nhà đầu tư tại các quốc gia người dân có xu hướng né tránh sự bất ổn cao thường có khả năng phản ứng tiêu cực hơn trước các tin tức bất lợi so với tại các nền văn hoá người dân có thái độ thoải mái hơn đối với sự bất định có thể xảy ra trong tương lai. Theo đó, trước sự không chắc chắn khổng lồ đại dịch COVID-19 mang đến, mức độ phản ứng tiêu cực của các nhà đầu tư trước các tin tức không tốt về tình hình dịch bệnh hoàn toàn có thể nghiêm trọng hơn ở các nền kinh tế có văn hoá e ngại sự không chắc chắn cao hơn.

## 2.2. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu

### 2.2.1. Mô hình thực nghiệm và kỹ thuật ước lượng

Quan tâm đến việc nắm bắt phản ứng của thị trường chứng khoán trước đại dịch COVID-19 dưới sự điều tiết của văn hoá ở mức độ quốc gia, bài nghiên cứu xây dựng khuôn khổ thực nghiệm dựa trên hồi quy với dữ liệu bảng động trên nhiều quốc gia theo thời gian. Mô hình hồi quy được sử dụng với các biến tương tự Ashraf (2020b). Tuy nhiên, biến trễ của tỷ suất sinh lợi thị trường được bổ sung nhằm nắm bắt các động lực tổng thể của thị trường theo thời gian. Cụ thể, phương trình ước lượng được sử dụng như sau:

$$Return_{i,t} = \beta_r Return_{i,t-1} + \beta_{COVID} COVID_{i,t-1} + \beta_{COV\_UAI} COVID_{i,t-1} UAI_i + \beta_{UAI} UAI_i + \theta x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó,

- $Return_{i,t}$ : tỷ suất sinh lợi chỉ số thị trường chứng khoán tại quốc gia  $i$  vào ngày  $t$
- $COVID_{i,t-1}$ : biến đại diện cho diễn biến đại dịch COVID-19 ở quốc gia  $i$  vào ngày  $t-1$
- $UAI_i$ : chỉ số đo lường thái độ e ngại sự không chắc chắn trong văn hoá của quốc gia  $i$
- $COVID_{i,t-1}UAI_i$ : biến tương tác giữa diễn biến đại dịch COVID-19 và thái độ e ngại sự không chắc chắn trong văn hoá của quốc gia  $i$ , với hệ số ước lượng  $\beta_{COV\_UAI}$  cho thấy khả năng và chiều hướng điều tiết của văn hoá quốc gia đến phản ứng của thị trường chứng khoán trước đại dịch.
- $x_{it}$ : tập hợp các biến kiểm soát ở mức độ quốc gia bao gồm quyền phát ngôn và trách nhiệm giải trình (VA), tự do đầu tư (IF) và tăng trưởng GDP.
- $i$  chỉ quốc gia,  $t$  chỉ thời gian và phần dư  $\varepsilon_{it}$

Với diễn biến của đại dịch COVID-19, Al-Awadhi và cộng sự (2020) cho thấy, cả mức độ gia tăng về số trường hợp nhiễm bệnh được xác nhận và mức độ gia tăng số trường hợp tử vong đều có thể tác động tiêu cực đến phản ứng của thị trường chứng khoán. Nghiên cứu này xem xét đồng thời cả 2 thông tin trên, Dữ liệu về số lượng ca nhiễm và số lượng tử vong từ thống kê của Đại học John Hopkins, Coronavirus Resource Centre (JHU-CRC) được sử dụng.

Chỉ số đo lường thái độ e ngại sự không chắc chắn trong văn hoá của quốc gia (UAI) được sử dụng từ cập nhật dữ liệu được xây dựng bởi Hofstede và cộng sự (2010). Chỉ số được ghi nhận từ 0 đến 100, phản ánh đo lường tương đối của một quốc gia so với các quốc gia khác. Trong đó, chỉ số cao hơn thể hiện mức độ e ngại sự không chắc chắn cao hơn trong văn hoá quốc gia so với các quốc gia khác.

Chỉ số  $UAI_i$  chủ yếu thể hiện thái độ e ngại sự không chắc chắn của các nhà đầu tư mang quốc tịch của quốc gia  $i$ . Tuy nhiên, thị trường chứng khoán hoàn toàn có thể có sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài. Để đo lường thái độ trước sự bất định của các nhà đầu tư nước ngoài này là nhiệm vụ khó khăn và phức tạp, bởi các nhà đầu tư đến từ các quốc gia khác nhau mang các giá trị văn hoá khác nhau, rất đa dạng (Aggarwal và cộng sự, 2012; Lucey và Zhang, 2010). Do đó, thay vì đo lường trực tiếp thái độ e ngại sự không chắc chắn của các nhà đầu tư nước ngoài, chúng tôi sử dụng thêm chỉ số đo lường tự do đầu tư từ cơ sở dữ liệu Chỉ số về Tự do kinh tế (Index of Economic Freedom) được xây dựng bởi Heritage Foundation. Chỉ số này đo lường sự tự do hoá thị trường

chứng khoán, bao gồm mức độ tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài vào thị trường chứng khoán trong nước và được dùng như một biến đại diện tương đối để kiểm soát sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài.

Năng lực thể chế và các điều kiện kinh tế tổng thể luôn là các nhân tố có thể được xem xét trong phản ứng của các nhà đầu tư trước đại dịch COVID-19. Do đó, nghiên cứu bao gồm biến quyền phát ngôn và trách nhiệm giải trình (Voice and Accountability – VA) và tốc độ tăng trưởng GDP làm biến kiểm soát. Chỉ số quyền phát ngôn và trách nhiệm giải trình được sử dụng từ bộ chỉ số Quản trị toàn cầu của Ngân hàng Thế giới (The Worldwide Governance Indicators – WGI). WGI nghiên cứu tổng hợp các quan điểm về chất lượng thể chế được cung cấp bởi số lượng lớn tổ chức, doanh nghiệp, cá nhân và chuyên gia thông qua khảo sát ở các quốc gia trên thế giới. Chỉ số này được tính điểm từ -2.5 đến 2.5, với điểm số cao hơn cho thấy chất lượng thể chế tốt hơn.

Việc ước lượng các mô hình động thường gặp khó khăn bởi những lo ngại về tính nội sinh và hướng quan hệ nhân quả. Nhiều nghiên cứu cho thấy, khó có thể đưa ra các biến công cụ hoàn toàn ngoại sinh để giải quyết những vấn đề này. Tương tự nhiều nghiên cứu trước đây, bài nghiên cứu sử dụng kỹ thuật GMM (Generalized Method of Moments - GMM) cho dữ liệu bảng được phát triển bởi Arellano và Bond (1991), Arellano và Bover (1995) và Blundell và Bond (1998). GMM ước lượng hệ thống bao gồm một phương trình sai phân để loại bỏ các tác động quốc gia cố định và một phương trình trên biến gốc. Giá trị trễ thích hợp của các biến gốc và các sai phân tương ứng, sau đó có thể được sử dụng như các biến công cụ (ngoại sinh yếu) để giải quyết vấn đề nội sinh. Để ước lượng hệ thống GMM này, kỹ thuật ước lượng 2 giai đoạn với hiệu chỉnh Windmeijer được sử dụng. Bên cạnh đó, bài viết cũng thực hiện các ước lượng tác động quốc gia cố định (FE) với hiệu chỉnh White như một kiểm định tính vững.

### 2.2.2. Phạm vi nghiên cứu và dữ liệu

Bài nghiên cứu tiến hành trên dữ liệu của 21 nền kinh tế mới nổi (EMs) và các nước đang phát triển khác (ODCs) (Phụ lục) trong giai đoạn từ ngày 22/01/2020 đến 31/12/2020. Với mỗi quốc gia, dữ liệu sử dụng phục vụ nghiên cứu bắt đầu từ ngày xác nhận ca nhiễm đầu tiên tại quốc gia đó. Nghiên cứu loại trừ các nền kinh tế mà dữ liệu bị hạn chế, đặc biệt là dữ liệu về số ca nhiễm COVID-19 được xác nhận và chỉ số thái độ e ngại sự không chắc chắn.

Mô tả chi tiết biến và nguồn dữ liệu được trình bày trong Bảng 2.1. Trong đó, dữ liệu về tỷ suất sinh lợi chỉ số chứng khoán thị trường và tốc độ tăng số ca nhiễm được sử dụng theo tần suất ngày. Tăng trưởng GDP được thu thập theo tần suất quý với số liệu được



thiết lập chung cho tất cả ngày trong quý. Các biến kiểm soát khác chỉ có giá trị theo năm và được sử dụng chung cho tất cả ngày trong mẫu của quốc gia tương ứng.

**Bảng 2.1. Đo lường và nguồn dữ liệu**

<b>Biến</b>	<b>Đại diện</b>	<b>Nguồn</b>
Tỷ suất sinh lợi thị trường chứng khoán	Tỷ suất sinh lợi chỉ số thị trường chứng khoán	Refinitiv
Diễn biến đại dịch COVID	Mức độ tăng trong số lượng ca nhiễm được xác nhận	Đại học John Hopkins
	Mức độ tăng trong số lượng trường hợp tử vong	
Văn hoá quốc gia	Chỉ số thái độ e ngại sự không chắc chắn	Cập nhật dữ liệu Hofstede và cộng sự (2010)
Sự tự do tham gia thị trường của các nhà đầu tư nước ngoài	Chỉ số tự do đầu tư	Heritage Foundation
Chất lượng thể chế	Chỉ số quyền phát ngôn và trách nhiệm giải trình	Worldwide Governance Indicators - World Bank
Tăng trưởng	Tăng trưởng GDP bình quân đầu người	International Financial Statistics - IMF

### 3. Kết quả ước lượng

#### 3.1. Phản ứng của thị trường chứng khoán trước mức độ gia tăng số trường hợp nhiễm bệnh và tử vong từ đại dịch COVID-19

Phân tích thực nghiệm bắt đầu với việc xem xét phản ứng của thị trường chứng khoán trước tác động của mức độ gia tăng số trường hợp nhiễm được xác nhận và mức độ gia tăng số ca tử vong. Mỗi ước lượng được thực hiện với cả 2 kỹ thuật FE và GMM với đủ các biến kiểm soát như được trình bày trong phương trình (1) ngoại trừ biến tương tác giữa biến đại diện về thông tin đại dịch COVID-19 và chỉ số e ngại sự không chắc chắn của văn hoá quốc gia. Tỷ suất sinh lợi chỉ số thị trường chứng khoán là biến phụ thuộc trong tất cả ước lượng. Với phương pháp GMM, bài nghiên cứu sử dụng biến công cụ là trễ thứ hai, kiểm định Hansen trong tất cả ước lượng đều chấp nhận giả thiết các biến công cụ ngoại sinh và mô hình phù hợp, thậm chí so với mức ý nghĩa 25% như đề xuất của Roodman (2006).

2 cột đầu của Bảng 3.1 thể hiện kết quả ước lượng khi xem xét phản ứng của thị trường chứng khoán trước thông tin về mức độ gia tăng trong số trường hợp nhiễm bệnh được xác nhận. Với cả 2 kỹ thuật ước lượng, hệ số của biến tăng trong số ca nhiễm đều

âm và có ý nghĩa thống kê cao. Điều này cho thấy, thị trường phản ứng tiêu cực với các thông tin về mức độ trầm trọng của đại dịch thông qua các số liệu thống kê về sự gia tăng của số trường hợp nhiễm bệnh được xác nhận hàng ngày, tương tự kết quả được tìm thấy bởi Al-Awadhi và cộng sự (2020).

Kết quả về phản ứng của thị trường chứng khoán trước mức độ gia tăng của số ca tử vong được trình bày trong cột 3 và 4 của Bảng 3.1. Các hệ số vẫn duy trì dấu âm, tuy nhiên đã không còn ý nghĩa thống kê, cho thấy thị trường chứng khoán tại các nền kinh tế mới nổi và các nước đang phát triển phản ứng không mạnh đối với thông tin về sự gia tăng về số ca tử vong. Kết quả này trái ngược với nghiên cứu của Al-Awadhi và cộng sự (2020), nhưng tương tự với kết quả được tìm thấy trong nghiên cứu của Ashraf (2020a), cho thấy các nhà đầu tư đã xem xét sớm tác động của khả năng tử vong ngay khi thông tin về số lượng nhiễm bệnh tăng thêm được công bố. Hay nói cách khác, tử vong là trường hợp có thể xảy ra sau khi một người đã được xác nhận nhiễm bệnh và có thể phần nào dự báo được, nên đã được phản ánh sớm vào giá ngay khi thông tin về việc nhiễm bệnh được công bố.

**Bảng 3.1. Phản ứng của thị trường chứng khoán trước đại dịch COVID-19**

	FE1	GMM1	FE2	GMM2
<b>Tỷ suất sinh lợi ngày liên trước</b>	0.2479*** (0.0380)	0.5670*** (0.0828)	0.2541*** (0.0317)	0.5317*** (0.0923)
<b>Tăng trong số trường hợp nhiễm bệnh được xác nhận</b>	-0.0064*** (0.0023)	-0.0184** (0.0066)		
<b>Tăng trong số trường hợp tử vong</b>			-0.0009 (0.0017)	-0.0016 (0.0053)
<b>Thái độ e ngại sự không chắc chắn (UAI)</b>	-0.0608 (0.0394)	-0.0007 (0.0010)	-0.0269 (0.0397)	-0.0001 (0.0014)
<b>Tự do đầu tư</b>	0.0949 (0.0621)	-0.0005 (0.0015)	0.0366 (0.0626)	0.0010 (0.0027)
<b>Quyền phát ngôn và trách nhiệm giải trình</b>	0.3368 (0.2251)	0.0066 (0.0131)	0.1673 (0.2268)	-0.0223 (0.0247)
<b>Tăng trưởng GDP</b>	0.0147*** (0.0044)	0.0028 (0.0020)	0.0043 (0.0043)	0.0014 (0.0028)
<b>Hệ số chặn</b>	-2.2181 (1.5595)	0.0373 (0.0811)	-0.5556 (1.5787)	0.0800 (0.1321)
<b>Số quan sát</b>	6586	6586	6045	6045
<b>Hansen p-value</b>		0.4783		0.3631

Ghi chú: Sai số chuẩn trong ngoặc đơn. Các ký hiệu \*, \*\*, \*\*\* cho thấy mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% tương ứng.

### 3.2. Tác động của văn hoá quốc gia đến phản ứng của thị trường chứng khoán trước đại dịch COVID-19

Để xem xét tác động điều tiết của văn hoá quốc gia, biến tương tác giữa diễn biến đại dịch COVID-19 và biến đại diện cho văn hoá quốc gia được thêm vào các ước lượng từ Bảng 3.1. Tuy nhiên, mức độ gia tăng về số trường hợp tử vong cho thấy không có tác động có ý nghĩa thống kê đến tỷ suất sinh lợi thị trường chứng khoán trong mẫu quan sát, do đó các ước lượng được thực hiện trong phần tiếp theo chỉ tiến hành đối với mức độ gia tăng về số trường hợp nhiễm bệnh được xác nhận, và xem đây là đại diện chính cho các diễn biến của đại dịch COVID-19.

**Bảng 3.2: Tác động điều tiết của văn hoá quốc gia đến phản ứng của thị trường chứng khoán trước đại dịch COVID-19**

	Không tương tác		Tương tác	
	FE	GMM	FE	GMM
Tỷ suất sinh lợi ngày liền trước	0.2479*** (0.0380)	0.5670*** (0.0828)	0.2452*** (0.0374)	0.5801*** (0.0798)
Tăng trong số trường hợp nhiễm bệnh được xác nhận (COVID-19)	-0.0064*** (0.0023)	-0.0184** (0.0066)	-0.0027 (0.0026)	-0.0867*** (0.0290)
COVID-19 * UAI			-0.0076** (0.0032)	-0.1031** (0.0038)
Thái độ e ngại sự không chắc chắn (UAI)	-0.0608 (0.0394)	-0.0007 (0.0010)	-0.0573 (0.0394)	-0.0032* (0.0017)
Tự do đầu tư	0.0949 (0.0621)	-0.0005 (0.0015)	0.0902 (0.0620)	-0.0004 (0.0019)
Quyền phát ngôn và trách nhiệm giải trình	0.3368 (0.2251)	0.0066 (0.0131)	0.3190 (0.2251)	0.0062 (0.0158)
Tăng trưởng GDP	0.0147*** (0.0044)	0.0028 (0.0020)	0.0143*** (0.0043)	0.0013 (0.0019)
Hệ số chặn	-2.2181 (1.5595)	0.0373 (0.0811)	-2.1181 (1.5599)	0.2719 (0.1737)
Số quan sát	6586	6586	6586	6586
Hansen p-value		0.4783		0.6647

Ghi chú: Sai số chuẩn trong ngoặc đơn. Các ký hiệu \*, \*\*, \*\*\* cho thấy mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% tương ứng.

2 cột đầu của Bảng 3.2 trình bày lại kết quả của Bảng 3.1 đối với phản ứng của thị trường chứng khoán trước mức độ gia tăng trong số ca nhiễm bệnh được xác nhận trong

điều kiện chưa có sự điều tiết của văn hoá dân tộc nhằm mục tiêu so sánh. Cột thứ 3 và 4 trong Bảng 3.2 trình bày kết quả chính của nghiên cứu, với trọng tâm là hệ số ước lượng của biến tương tác giữa đại diện của diễn biến đại dịch COVID-19 và thái độ e ngại sự không chắc chắn trong văn hoá dân tộc. Hệ số ước lượng của biến này thể hiện tác động điều tiết của văn hoá quốc gia đến phản ứng của thị trường chứng khoán trước đại dịch COVID-19.

Đầu tiên, mức độ tăng trong số trường hợp nhiễm bệnh được xác nhận vẫn thể hiện tác động tiêu cực đến tỷ suất sinh lợi thị trường chứng khoán với mức ý nghĩa thống kê cao trong các ước lượng GMM (dù mất ý nghĩa thống kê trong ước lượng FE). Đồng thời, hệ số của biến tương tác có giá trị âm và có ý nghĩa thống kê cao trong cả 2 ước lượng FE và GMM, cho thấy phản ứng tiêu cực của thị trường chứng khoán trước đại dịch COVID-19 bị khuếch đại hơn ở các nền kinh tế mới nổi và các nước đang phát triển có thái độ e ngại sự không chắc chắn cao hơn trong văn hoá quốc gia. Ở góc nhìn rộng hơn, kết quả này xác nhận văn hoá quốc gia có vai trò điều tiết ở mức độ nhất định đến mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lợi thị trường chứng khoán trước các diễn biến đại dịch COVID-19.

Độ nhạy của kết quả ước lượng đối phản ứng của thị trường chứng khoán trước tác động của đại dịch COVID-19 trong điều kiện có và không có tác động điều tiết của văn hoá quốc gia, được kiểm định bằng cách bổ sung 2 chỉ số quan trọng trong giai đoạn đại dịch là nỗ lực phản ứng của chính phủ nhằm ngăn chặn đại dịch (government response index – GRI) và sự hỗ trợ tài chính (economic support index – ESI) từ chính phủ đến nền kinh tế. Cả 2 chỉ số được theo dõi và đo lường bởi đại học Oxford và cập nhật liên tục theo ngày.

Kết quả được trình bày ở Bảng 3.3. cho thấy, có sự tương đồng khá cao về dấu và độ lớn của các hệ số quan tâm. Mức độ gia tăng về số trường hợp nhiễm bệnh duy trì tác động tiêu cực có ý nghĩa thống kê đến tỷ suất sinh lợi thị trường chứng khoán trong tất cả ước lượng GMM. Đồng thời, các nỗ lực phản ứng nhằm ngăn chặn đại dịch của chính phủ cũng tạo ra các tác động tích cực có ý nghĩa thống kê đến tỷ suất sinh lợi thị trường trong hầu hết ước lượng.

Với cả 2 kỹ thuật ước lượng FE và GMM, hệ số tương tác giữa biến đại diện cho diễn biến đại dịch COVID-19 và thái độ e ngại sự không chắc chắn đều duy trì hệ số âm với mức ý nghĩa cao, cho thấy tác động tiêu cực của thị trường chứng khoán trước đại dịch COVID-19 thực sự bị khuếch đại tại các nền kinh tế có thái độ e ngại sự không chắc chắn cao trong văn hoá quốc gia. Hay nói cách khác, văn hoá quốc gia thực sự có tác động điều tiết đến phản ứng của thị trường chứng khoán trước đại dịch.

**Bảng 3.3. Kiểm định tính vững**

	Không tương tác		Tương tác	
	FE	GMM	FE	GMM
Tỷ suất sinh lợi ngày liền trước	0.2346*** (0.0381)	0.5534*** (0.0787)	0.2340*** (0.0120)	0.5770*** (0.0627)
Tăng trong số trường hợp nhiễm bệnh được xác nhận (COVID-19)	-0.0046** (0.0023)	-0.0176** (0.0070)	-0.0010 (0.0012)	-0.0794*** (0.0272)
COVID-19 * UAI			-0.0058*** (0.0016)	-0.0925*** (0.0336)
Thái độ e ngại sự không chắc chắn (UAI)	-0.0562 (0.0373)	-0.0012 (0.0008)	-0.0546 (0.0452)	-0.0025 (0.0016)
Tự do đầu tư	0.3085 (0.2134)	0.0049 (0.0126)	0.3008 (0.2667)	0.0034 (0.0124)
Quyền phát ngôn và trách nhiệm giải trình	0.0875 (0.0586)	-0.0003 (0.0013)	0.0855 (0.0708)	0.0002 (0.0016)
Tăng trưởng GDP	0.0004 (0.0044)	0.0001 (0.0021)	0.0004 (0.0035)	0.0002 (0.0015)
Phản ứng của chính phủ	0.0141*** (0.0031)	0.0043** (0.0018)	0.0140*** (0.0020)	0.0020 (0.0019)
Hỗ trợ kinh tế	0.0008 (0.0015)	0.0009 (0.0010)	0.0007 (0.0011)	0.0007 (0.0008)
Hệ số chặn	-2.8659* (1.4903)	-0.1993 (0.1165)	-2.8263 (1.7893)	0.1357 (0.2292)
Số quan sát	6586	6586	6586	6586
Hansen p-value		0.6610		0.7078

Ghi chú: Sai số chuẩn trong ngoặc đơn. Các ký hiệu \*, \*\*, \*\*\* cho thấy mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% tương ứng.

#### 4. Kết luận

Nghiên cứu xem xét vai trò của văn hoá quốc gia đến phản ứng của thị trường chứng khoán trước đại dịch COVID-19 tại các nền kinh tế mới nổi và các nước đang phát triển khác. Kết quả nghiên cứu cho thấy, trước tiên, thị trường chứng khoán tại các nền kinh tế mới nổi và các nước đang phát triển phản ứng tiêu cực có ý nghĩa thống kê trước mức độ gia tăng về số ca nhiễm được xác nhận, nhưng không phản ứng có ý nghĩa trước mức độ gia tăng về số lượng trường hợp tử vong do viruscorona. Kế đến, nghiên cứu xác nhận

tác động điều tiết của thái độ e ngại sự không chắc chắn trong văn hoá quốc gia đến phản ứng của thị trường chứng khoán trước các diễn biến của đại dịch COVID-19. Các nhà đầu tư tại các quốc gia có thái độ e ngại sự không chắc chắn trong văn hoá quốc gia cao hơn có xu hướng phản ứng tiêu cực hơn trước các diễn biến bất lợi của đại dịch. Ở mức độ rộng hơn, kết quả nghiên cứu cho thấy văn hoá quốc gia thực sự là nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến phản ứng của nhà đầu tư trước các tin tức được tiếp nhận, và do đó có thể là nhân tố cần được xem xét trong các mô hình định giá trong tương lai.

### **PHỤ LỤC: Danh sách các quốc gia trong mẫu nghiên cứu**

Argentina	Colombia	Malaysia	Philippines
Bangladesh	Ecuador	Mexico	Russia
Brazil	India	Morocco	Serbia
Bulgaria	Indonesia	Pakistan	Thailand
China	Jamaica	Peru	Turkey
			Vietnam

### **Tài liệu tham khảo**

- Aggarwal R, Kearney C & Lucey B. (2012) Gravity and culture in foreign portfolio investment. *Journal of Banking & Finance* 36: 525-538.
- Al-Awadhi AM, Alsaifi K, Al-Awadhi A, và cộng sự (2020) Death and contagious infectious diseases: Impact of the COVID-19 virus on stock market returns. *Journal of Behavioral and Experimental Finance* 27: 100326.
- Arellano M & Bond S. (1991) Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *The Review of Economic Studies* 58: 277-297.
- Arellano M & Bover O. (1995) Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics* 68: 29-51.
- Ashraf BN. (2020a) Stock markets' reaction to COVID-19: Cases or fatalities? *Research in International Business and Finance* 54: 101249.
- Ashraf BN. (2020b) Stock markets' reaction to Covid-19: Moderating role of national culture. *Finance Research Letters*: 101857.
- Baker SR, Bloom N, Davis SJ, và cộng sự (2020) The Unprecedented Stock Market Reaction to COVID-19. *The Review of Asset Pricing Studies* 10: 742-758.
- Blundell R & Bond S. (1998) Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics* 87: 115-143.
- Gormsen NJ & Koijen RSJ. (2020) Coronavirus: Impact on Stock Prices and Growth Expectations. *The Review of Asset Pricing Studies* 10: 574-597.

- Hofstede G. (1984) *Culture's Consequences: International Differences in Work-Related Values*, United States: SAGE Publications Inc.
- Hofstede G. (2001) *Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions and Organizations Across Nations*: Sage Publications.
- Hofstede G, Hofstede GJ & Minkov M. (2010) *Cultures and Organizations. Software of the Mind*: McGraw-Hill Education.
- Kwok CCY & Tadesse S. (2006) National culture and financial systems. *Journal of International Business Studies* 37: 227-247.
- Lucey BM & Zhang Q. (2010) Does cultural distance matter in international stock market comovement? Evidence from emerging economies around the world. *Emerging Markets Review* 11: 62-78.
- Ramelli S & Wagner AF. (2020) Feverish Stock Price Reactions to COVID-19\*. *The Review of Corporate Finance Studies* 9: 622-655.
- Schmeling M. (2009) Investor sentiment and stock returns: Some international evidence. *Journal of Empirical Finance* 16: 394-408.
- Topcu M & Gulal OS. (2020) The impact of COVID-19 on emerging stock markets. *Finance Research Letters* 36: 101691.
- Zhang D, Hu M & Ji Q. (2020) Financial markets under the global pandemic of COVID-19. *Finance Research Letters* 36: 101528.

# 25.

## ĐẠI DỊCH COVID-19 VÀ NHỮNG BẤT ĐỊNH TRONG DỰ BÁO LẠM PHÁT

Nguyễn Trí Minh\*

### Tóm tắt

Các yếu tố dẫn đến lạm phát toàn cầu hiện rất khó đoán định. Việt Nam là nền kinh tế có độ mở thương mại rất lớn. Những bất định của lạm phát toàn cầu cũng dẫn đến những khó khăn trong dự báo đến lạm phát và kỳ vọng lạm phát trong nước. Các dự báo lạm phát và tăng trưởng phụ thuộc vào thời điểm dịch bệnh được kiểm chế. Tuy nhiên việc xác định được cột mốc cho mục tiêu này là bất khả thi. Bản chất của dịch bệnh Covid-19 rất khó lường. Điều này khiến hy vọng trở lại trạng thái “bình thường cũ” gần như là giấc mơ xa vời. Lạm phát sắp tới có thể gia tăng tạm thời do kinh tế phục hồi, nhưng không có dấu hiệu cho thấy lạm phát trở nên dai dẳng. Chính phủ cần có chính sách nhất quán, đặt mục tiêu lợi ích của nhân dân, người lao động lên hàng đầu để cân bằng các mục tiêu, từ đó đưa kinh tế nước nhà phát triển bền vững.

**Từ khóa:** Lạm phát, Covid-19.

### 1. Mở đầu

Lạm phát hiện đang là một trong những yếu tố được đề cập nhiều nhất khi các chuyên gia kinh tế bàn về tình hình, chính sách kinh tế các nước sau khi dịch Covid-19 được đẩy lùi. Những tin tức khả quan về vaccine Covid-19, các chiến dịch tiêm chủng rầm rộ bắt đầu được triển khai trên khắp thế giới làm củng cố thêm niềm tin về khả năng phục hồi kinh tế. Song, đi kèm đó là không ít ý kiến bày tỏ lo ngại về nguy cơ lạm phát phi mã khi điều đó xảy ra, nhất là trong bối cảnh nhiều quốc gia đã chịu thiệt hại đáng kể về kinh tế do nhiều hoạt động sản xuất, kinh doanh bị đình trệ. Liệu nguy cơ đó có trở thành hiện thực? Hơn nữa, trong trường hợp của Việt Nam, một quốc gia vẫn giữ được dịch bệnh trong tầm kiểm soát, thậm chí giữ được mức tăng trưởng dương và xuất siêu trong năm 2020, lạm phát có phải là mối đe dọa hiện hữu?

---

\*Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [minhntri@ueh.edu.vn](mailto:minhntri@ueh.edu.vn)



## 2. Các yếu tố ảnh hưởng đến lạm phát hậu Covid-19

Theo nghiên cứu của tác giả, năm yếu tố sau đây sẽ quyết định đến khả năng lạm phát sau khi đại dịch được đẩy lùi.

### 2.1. Mức độ bùng nổ tiềm năng của bên cầu

Mức độ bùng nổ tiềm năng của bên cầu phụ thuộc nhiều vào quy mô và mức độ của các chính sách kiềm chế dịch bệnh của chính phủ các nước, làm ảnh hưởng đến công ăn việc làm của người dân và từ đó quyết định khả năng chi tiêu của người dân sau đại dịch. Đây là một trong những yếu tố được đề cập đến nhiều nhất ở các nước phát triển. Cụ thể hơn, một trong những biện pháp hạn chế thiệt hại về mặt kinh tế do Covid-19 gây ra là các gói kích thích khổng lồ, chưa có tiền lệ được chính phủ các nước đưa ra. Mục tiêu của các gói này là hỗ trợ các doanh nghiệp, hộ gia đình trong tình cảnh hoạt động sản xuất, kinh doanh và đi lại hàng ngày của dân chúng bị hạn chế hoặc đình trệ do các quy định giới nghiêm và giãn cách xã hội để phòng chống Covid-19.

Các biện pháp trên có thể ngăn các doanh nghiệp khởi phá sản, hỗ trợ tài chính các hộ gia đình đang gặp khó khăn do không thể đi làm hoặc mất việc làm. Gần đây nhất, vào đầu tháng 3-2021, Tổng thống Mỹ Joe Biden đã ký phê chuẩn gói cứu trợ Covid-19 mới trị giá 1,9 ngàn tỷ USD, trong đó mỗi người dân được chính phủ trợ cấp 1.400 USD. Khác với các gói cứu trợ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, tiền cứu trợ được chuyển trực tiếp đến tay người dân và doanh nghiệp, làm gia tăng khả năng chi tiêu của người dân. Do đó, một sự bùng nổ chi tiêu sau đại dịch là hoàn toàn có thể xảy ra, nhất là khi người dân muốn bỏ tiền vào các loại hàng hóa, dịch vụ mà họ không thể có do các quy định phòng chống dịch ngặt nghèo, như quần áo, ăn uống, du lịch nước ngoài. Theo thống kê của Bloomberg vào đầu tháng 3-2021, người tiêu dùng ở các nước phát triển tiết kiệm được thêm 2.900 tỷ USD do đại dịch, trong đó Mỹ chiếm đến 1.500 tỷ USD.

Tuy nhiên, hành vi chi tiêu của người dân ra sao (có bùng nổ như dự kiến) hậu Covid-19 là một câu hỏi không dễ trả lời. Tình hình kinh tế khó khăn và bất ổn có thể dẫn đến việc các hộ gia đình phải ưu tiên sử dụng tiền mình đang có cho việc thanh toán các khoản nợ, từ đó hạn chế tiềm năng chi tiêu hậu Covid-19. Ngoài ra, đại dịch còn có thể gây giảm cầu một số loại hình hàng hóa hay dịch vụ về lâu về dài, điển hình là nhu cầu đi lại bằng đường hàng không. Ngành này đã chịu thiệt hại đáng kể do các biện pháp đóng cửa biên giới, hạn chế đi lại giữa các nước. Ngay cả khi Covid-19 được đẩy lùi, sẽ tốn không ít thời gian để các chuyến bay có thể lấp đầy khách trở lại, phần do các biện pháp an toàn, phần vì người dân sẽ ngại di chuyển trong một môi trường không gian khép kín, với nhiều người lạ xung quanh trong nhiều giờ đồng hồ, vốn tiềm ẩn nhiều nguy cơ lây lan virus. Du lịch theo đoàn cũng sẽ gặp không ít khó khăn để phục hồi, do người dân có xu hướng

muốn du lịch theo gia đình và nhóm nhỏ hơn để đảm bảo an toàn cho chính mình và người thân. Tình trạng tương tự cũng có thể xảy ra với các hoạt động tập trung đông người khác, như các loại hình vui chơi giải trí.

## **2.2. Mức độ gián đoạn bên cung**

Hoạt động sản xuất, kinh doanh đã bị đình trệ do đại dịch, dẫn đến nhiều doanh nghiệp bị đóng cửa hoặc tạm ngưng hoạt động. Điều này dẫn đến tình trạng khan hiếm hàng hóa, chi phí vận chuyển và giá năng lượng tăng. Sau đại dịch, nếu cung không thể phục hồi đủ nhanh để bù đắp bùng nổ bên cầu, lạm phát có nguy cơ tăng phi mã. Đà phục hồi sẽ càng chậm hơn khi số lượng doanh nghiệp bị đóng cửa do đại dịch quá lớn. Ngoài ra, chính sách cách ly để chống dịch cũng khiến nhiều người gặp khó khăn hơn trong việc hoàn thành các chương trình giáo dục cần thiết, việc tiếp thu các kiến thức, kỹ năng cần thiết để phục vụ xã hội bị gián đoạn, làm vốn con người suy giảm.

Ngược lại, cung suy giảm lại khiến nhiều lao động mất việc làm, giảm thu nhập, làm hạn chế khả năng bùng nổ chi tiêu và áp lực tăng lương, từ đó khiến lạm phát khó xảy ra hơn. Theo lý thuyết đường cong Phillips, khi nền kinh tế ở xa mức toàn dụng lao động, khả năng gia tăng lạm phát khi kinh tế phục hồi sẽ giảm đi. Điều này làm giảm khả năng xảy ra bùng nổ chi tiêu đã đề cập ở trên, do không phải ai cũng có đủ khả năng tài chính để “bạo chi”, bù đắp cho những tháng ngày giãn cách xã hội. Tình hình thị trường lao động cũng không mấy khả quan. Theo Bloomberg, tỷ lệ thất nghiệp trên thực tế ở Mỹ vào tháng 1-2021 có thể lên đến 9,1% thay vì 6,3% như công bố chính thức, và ngay cả các chuyên gia lạc quan nhất cũng cho rằng vẫn phải mất nhiều năm nữa nước này mới có thể đạt được số lao động có việc làm tương tự năm 2019.

Ngoài ra, theo góc nhìn lạc quan hơn, không giống những thảm họa khác như chiến tranh hay thiên tai, hoạt động sản xuất, kinh doanh có khả năng phục hồi nhanh chóng sau đại dịch. Nguyên nhân là do các cơ sở hạ tầng phục vụ sản xuất, vận chuyển vẫn an toàn, không phải chịu thiệt hại nào. Chuỗi cung ứng chỉ bị ảnh hưởng do người lao động phải chịu các biện pháp giới nghiêm, không thể làm việc như thường lệ. Do đó, khi dịch bệnh được đẩy lùi và doanh nghiệp có thể hoạt động bình thường trở lại, các công cụ phục vụ sản xuất sẽ thoát khỏi tình trạng “đắp chiếu”. Điều này có thể giúp nguồn cung bù đắp cho sự gia tăng cầu đột biến có thể xảy ra, khi người dân có thể chi tiêu thoải mái hơn trước, từ đó làm giảm nguy cơ cầu vượt cung.

## **2.3. Sức mạnh, vị thế của người lao động có thể thay đổi sau đại dịch**

Điều này làm gia tăng áp lực tăng lương, từ đó tăng chi tiêu và thúc đẩy lạm phát. Nguyên nhân có thể đến từ gia tăng ảnh hưởng của chủ nghĩa dân túy sau đại dịch, dẫn đến việc ban hành các chính sách ưu tiên người lao động trong nước nhiều hơn (chẳng hạn như

hạn chế lao động nhập cư đã và đang diễn ra ở các nước lớn). Đồng thời, việc đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu do đại dịch làm giảm khả năng quyết định chính sách tiền lương của giới chủ doanh nghiệp, do tầm ảnh hưởng của họ bị thu hẹp.

#### **2.4. Mức độ mở cửa thương mại**

Như đã nói ở trên, chuỗi cung ứng đứt gãy có thể dẫn đến gia tăng lạm phát. Tuy nhiên, các nước có nền kinh tế chú trọng vào xuất khẩu có thể phải chịu thiệt hại do giảm cầu ở các bạn hàng, từ đó làm giảm thu nhập quốc dân, chi tiêu và có thể dẫn đến giảm phát. Một yếu tố khác cần được cân nhắc ở đây là đường cong Phillips. Một số phân tích cho thấy đường cong Phillips, tượng trưng cho mối quan hệ giữa tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát, đang “phẳng hóa” sau cuộc khủng hoảng tài chính. Điều này có nghĩa là tác động của thất nghiệp lên lạm phát giảm đi đáng kể so với trước đây. Tỷ lệ thất nghiệp cao chưa chắc có thể dẫn đến lạm phát, và ngược lại, tỷ lệ thất nghiệp thấp cũng khó có khả năng làm bùng nổ lạm phát. Một trong những lý do làm phẳng đường cong Phillips được đưa ra do toàn cầu hóa kinh tế, khiến giá hàng hóa được định theo tiêu chuẩn quốc tế, làm giảm áp lực tăng lạm phát. Tuy nhiên, các doanh nghiệp có xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng để tránh phụ thuộc vào bên ngoài nhiều hơn. Trong đó có thể nói đến các mặt hàng thiết yếu, liên quan trực tiếp đến phòng chống Covid-19 như khẩu trang, thuốc men, mà các nước muốn tự chủ sản xuất bất chấp nguy cơ nâng giá thành. Điều này có thể khiến quá trình phẳng hóa đường cong Phillips bị đảo ngược, làm gia tăng áp lực lạm phát.

#### **2.5. Khung chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa**

Ở một quốc gia có chính sách tiền tệ đủ uy tín để tạo ra kỳ vọng lạm phát rõ ràng, khi chính sách kiềm chế lạm phát được thực hiện càng mạnh tay, kỳ vọng lạm phát và lạm phát thực sẽ càng thấp. Các chính sách tiền tệ ưu tiên điều hòa tăng trưởng có thể khiến lạm phát gia tăng khi có cú sốc giảm cung. Do đó, việc đánh đổi giữa giảm lạm phát và ổn định tăng trưởng có thể trở nên ngặt nghèo hơn bởi áp lực đến từ nguồn cung bị gián đoạn.

Ngoài chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa cũng có tác động đến nguy cơ bùng nổ lạm phát, điển hình là việc tung ra hàng loạt gói cứu trợ với quy mô lớn ở nhiều nước. Điều này làm gia tăng đáng kể cung tiền trong nền kinh tế. Cung tiền là một trong những tác nhân quan trọng gây ra lạm phát, và đây là lý do chính khiến không ít chuyên gia quan ngại về khả năng xảy ra lạm phát khi nền kinh tế phục hồi sau đại dịch.

Hơn nữa, việc Ngân hàng Trung ương Mỹ sẵn sàng để lạm phát vượt mục tiêu 2%, miễn là trung bình vẫn ở mức đó, càng cho thấy họ sẵn sàng chấp nhận lạm phát cao hơn để ưu tiên phục hồi kinh tế. Có dẫn chứng rằng lạm phát ở Mỹ vẫn giữ mức thấp kể từ cuộc khủng hoảng tài chính 2008, lần gần đây nhất chương trình cứu trợ quy mô lớn được tiến hành. Tuy nhiên, trường hợp này có thể được giải thích bằng việc chính sách cứu trợ

thời đó chủ yếu dùng để giải quyết vấn đề của các ngân hàng, trong khi các gói kích thích hỗ trợ thời Covid-19 mang tính tài khóa hơn là tiền tệ, và đối tượng cứu trợ là người dân và doanh nghiệp. Tuy nhiên, do những hệ quả phát sinh từ đại dịch, cung tiền lớn và dân có tiền để tiêu chưa đảm bảo sẽ làm bùng lên lạm phát. Theo Bloomberg, vận tốc luân chuyển tiền ở Mỹ liên tục giảm kể từ khủng hoảng tài chính 2008, và đến năm 2020 (năm bùng phát đại dịch), chỉ còn một nửa so với thập niên trước. Ngoài ra, tỷ lệ tiền để dành trên thu nhập nhân rồi của người dân Mỹ trong năm 2020 lên đến 15%. Sự bất an về tương lai có thể là tác nhân hạn chế chi tiêu của người dân.

Ngoài ra, ngay cả khi các biện pháp giới nghiêm được bãi bỏ và vaccine được tiêm rộng rãi, mối lo về an toàn sức khỏe chưa chắc sẽ vơi đi nhanh chóng, khiến người dân không dám mạnh dạn chi tiêu.

Tóm lại, Việt Nam là quốc gia có độ mở thương mại rất lớn. Số liệu của World Bank cho thấy kim ngạch thương mại của Việt Nam trong năm 2019 tương đương 210,4% GDP, đứng thứ 8 trong các quốc gia và vùng lãnh thổ được thống kê. Những tác động của lạm phát toàn cầu chắc chắn sẽ tác động mạnh đến lạm phát và kỳ vọng lạm phát trong nước. Tuy nhiên với những phân tích trên, chúng ta có thể thấy, các yếu tố tác động đến lạm phát toàn cầu vẫn còn nhiều bất định. Lạm phát có thể quay trở lại nhưng cũng có thể không.

Câu hỏi đặt ra, vậy Việt Nam phải làm gì? Phần tiếp theo, tác giả sẽ bàn đến câu chuyện lạm phát của Việt Nam và các hàm ý chính sách.

### **3. Phản ứng chính sách của Việt Nam**

#### **3.1. Diễn biến lạm phát thời gian gần đây**

Trong năm 2020, nền kinh tế của Việt Nam đạt mức tăng trưởng GDP 2,91% và chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tăng bình quân 3,23% (trong đó lạm phát cơ bản tăng bình quân 2,31%) so với năm 2019. Theo báo cáo của World Bank vào tháng 1-2021, tăng trưởng GDP thực của Việt Nam trong năm 2021 được dự báo sẽ đạt 6,7%, bằng với Malaysia và là mức tăng trưởng nhanh nhất Đông Nam Á. Trong khi đó, theo công bố của Tổng cục Thống kê, CPI tháng 2-2021 tăng 1,58% so với tháng trước và tăng 0,7% so với cùng kỳ năm trước, tỷ lệ lạm phát cơ bản là 0,48% so với tháng trước, và 0,79% so với cùng kỳ năm trước. Ngoài ra, theo đánh giá vào đầu tháng 3 của ngân hàng HSBC, kỳ vọng lạm phát bình quân năm 2021 sẽ là 3%, thấp hơn mục tiêu tối đa là 4%. Đây là những tín hiệu lạc quan. Sau đây là những lý giải cho hiện tượng trên.

### 3.2. Các yếu tố ảnh hưởng đến lạm phát

Trước tiên, Việt Nam khó có khả năng bùng nổ chi tiêu, tức người dân chi tiền tăng đột biến khi Covid-19 được đẩy lùi và các biện pháp hạn chế, giới nghiêm được dỡ bỏ. Nguyên nhân vì Việt Nam về cơ bản đang giữ dịch bệnh trong tầm kiểm soát. Tuy có nhiều đợt bùng phát lây lan trong cộng đồng, các biện pháp truy vết, khoanh vùng, cách ly người nhiễm và nghi nhiễm, giãn cách xã hội được thực hiện một cách nhanh chóng, triệt để. Hiện tại tỷ lệ số ca nhiễm trên 100 ngàn dân của Việt Nam chỉ là 2,5 (theo số liệu của CDC Mỹ). Điều này cho thấy sự lây lan của Covid-19 tại Việt Nam đang được hạn chế đến mức tối đa có thể. Khi có phát hiện ca nhiễm mới trong cộng đồng, các biện pháp giới nghiêm, giãn cách chỉ cần áp dụng trong một số khu vực nhỏ, giảm thiểu ảnh hưởng lên nhu cầu đi lại, sinh hoạt và làm việc của người dân. Từ đó, người dân trên cả nước vẫn có thể đi làm, ăn uống bên ngoài hay sinh hoạt ở các nơi công cộng và chỉ cần tuân theo các biện pháp phòng chống dịch đơn giản, không phải chịu các biện pháp giới nghiêm ngặt nghèo như nhiều nước khác. Khi cuộc sống của người dân không bị gián đoạn bởi đại dịch, khả năng người dân bắt đầu chi tiêu mạnh khi kết thúc đại dịch khó xảy ra hơn.

Điều cần lưu ý là việc mở cửa lại các hoạt động xuyên biên giới sau đại dịch vẫn có thể tạo ra gia tăng chi tiêu đột biến ở các loại hình dịch vụ liên quan, trong đó có du lịch. Tuy nhiên, dịch bệnh Covid-19 vẫn đang diễn biến phức tạp và khó lường trên thế giới. Ngay cả khi Việt Nam tuyên bố “hết dịch”, mối đe dọa từ bên ngoài vẫn luôn thường trực và không có gì bảo đảm rằng dịch Covid-19 sẽ không tái bùng phát trở lại. Để bảo vệ người dân, nhiều khả năng Chính phủ Việt Nam vẫn sẽ phải áp dụng các biện pháp phòng dịch cơ bản, như đeo khẩu trang, để hạn chế nguy cơ tiềm ẩn, nhất là khi số lượng người dân được tiêm phòng Covid-19 chưa đủ lớn để có thể hình thành “lá chắn” miễn dịch cộng đồng đủ mạnh. Chính phủ cũng đang xem xét việc áp dụng “hộ chiếu vaccine” để có thể mở cửa đất nước trở lại. Ngoài các biện pháp hạn chế nguy cơ từ Covid-19 của chính phủ, người dân Việt Nam vẫn có thể giữ cẩn trọng. Khi giãn cách xã hội trở thành thói quen, nó sẽ còn ảnh hưởng đến nhu cầu đi lại của họ trong một thời gian dài. Chẳng hạn như các công ty du lịch Việt Nam sẽ gặp khó khăn trong việc tìm lại khách hàng, do ảnh hưởng của dịch Covid-19 khiến người dân có xu hướng chọn những địa điểm không quá xa nơi cư trú, đi tự túc theo từng nhóm nhỏ, và các lựa chọn bị bó buộc vào trong nội địa.

Tiếp theo, tuy Chính phủ Việt Nam đã đưa ra gói cứu trợ để hỗ trợ các doanh nghiệp và người lao động và thu được một số kết quả khả quan, nó vẫn bộc lộ một số hạn chế. Theo báo cáo “Đánh giá Các Chính sách Ứng phó với Covid-19 và Các Khuyến nghị” do trường Đại học Kinh tế quốc dân và Cơ quan Hợp tác quốc tế Nhật Bản tại Việt Nam (JICA) thực hiện, gói hỗ trợ an sinh xã hội 62.000 tỷ đồng có nhiều bất cập. Trong đó,

tính đến giữa tháng 8-2020, số tiền giải ngân chỉ được 17.000 tỷ đồng, chỉ có 16 triệu người được nhận hỗ trợ. Những người thuộc nhóm lao động tự do hoặc phi chính thức, được xem là dễ bị tổn thương do đại dịch nhất, lại không thể tiếp cận được gói cứu trợ này. Điều này càng cho thấy gói cứu trợ của Chính phủ chưa thể tạo ra sức bật về cầu đủ lớn để tạo áp lực gia tăng lạm phát. Theo Tổng cục Thống kê, tỷ lệ thất nghiệp ở Việt Nam khoảng 2,26% và lực lượng lao động từ 15 tuổi trở lên giảm 1,2 triệu người so với năm 2019. Báo cáo của HSBC cho rằng thị trường việc làm vẫn sẽ tiếp tục suy giảm, từ đó làm giảm áp lực tăng lạm phát từ phía cầu. Một minh chứng cho điều này là trong 2 tháng đầu năm 2021, cả nước có 29.200 doanh nghiệp đăng ký mới hay hoạt động trở lại, trong khi lại có đến 33.600 doanh nghiệp tạm ngừng kinh doanh, ngừng hoạt động hoặc đã hoàn tất thủ tục giải thể.

Những phân tích trên cho thấy khả năng lạm phát vượt mục tiêu 4% là không quá lớn, nhưng vẫn có một số yếu tố cần phải cân nhắc.

Vào tháng 2-2021, giá điện tăng 20% so với tháng trước do chương trình hỗ trợ giá điện hết hiệu lực, góp phần vào đà tăng CPI trong tháng này. Giá dầu sau đợt sụt giá sâu vào tháng 4-2020, do sản lượng khai thác dầu không thể giảm kịp theo nhu cầu nhiên liệu giảm đột ngột do đi lại bị hạn chế, cộng với tranh cãi giữa Nga và Ả-rập Xê-út về việc cắt giảm sản lượng, đã phục hồi và khởi sắc trong các tháng sau đó. Vào tháng 3, giá dầu thô Brent đã gần chạm mức 70 USD/thùng do triển vọng nửa sau năm 2021, trước khi hạ nhiệt do diễn biến phức tạp của dịch Covid-19. Điều này có thể ảnh hưởng đến chi phí vận tải và giá các mặt hàng thiết yếu. Mối liên quan giữa giá dầu thế giới và lạm phát ở Việt Nam là không thể xem thường. Giá dầu từng đạt mức cao kỷ lục 144,31 USD/thùng vào tháng 7-2008, và giá trung bình năm là 99,67 USD. Đây cũng là năm Việt Nam trải qua lạm phát 2 chữ số, hơn 23%. Tình trạng này tái diễn một lần nữa vào năm 2011, lần này hơn 18%. Mức đỉnh của giá dầu năm đó cũng trên 100 USD (cụ thể là 113,39 USD, với giá trung bình năm 94,88 USD). Việt Nam tuy có xuất khẩu dầu thô nhưng vẫn phụ thuộc nhiều vào nhập khẩu nhiên liệu chế biến từ dầu. Từ đó diễn biến của giá dầu hoàn toàn có thể gây hiệu ứng lớn lên giá cả và lạm phát ở Việt Nam, đặc biệt trong bối cảnh thế giới vẫn đang vật lộn với đại dịch Covid-19, cùng với các bất ổn, xung đột kinh tế và địa chính trị như cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung.

Tuy nhiên, ảnh hưởng của giá dầu có thể được bù đắp bằng việc gia tăng chậm của giá lương thực, vốn có tỷ trọng trong chỉ số giá tiêu dùng cao hơn chi phí vận tải (34% so với 10%). Ngoài ra, có một rủi ro là chi phí dịch vụ y tế, giáo dục có thể gia tăng. Nguy cơ này có thể được kiểm soát tốt bằng chính sách giá của nhà nước.

### **3.3. Thách thức trong mục tiêu kiểm soát và không chế dịch Covid-19**

Chúng ta bàn về khả năng xảy ra lạm phát sau khi dịch Covid-19 được đẩy lùi. Tuy nhiên hiện tại vẫn khó có thể xác định được cột mốc cho mục tiêu này. Vấn đề đầu tiên là thời điểm. Quan điểm chung là dịch Covid-19 chỉ có thể được không chế hoàn toàn khi người dân được tiêm chủng rộng khắp, từ đó hình thành mạng lưới miễn dịch cộng đồng, ngăn chặn sự lây lan của virus. Tuy nhiên, mục tiêu này không thể đạt được chỉ trong một sớm một chiều. Tốc độ thực hiện tiêm chủng phụ thuộc nhiều vào nguồn cung ứng vaccine. Vào thời điểm của bài viết này, Việt Nam hiện chỉ có duy nhất một loại vaccine ngừa Covid-19 đang được sử dụng là AstraZeneca. Tuy nhiên, nguồn cung ứng vaccine này đang gặp trở ngại do bị áp đặt các lệnh cấm xuất khẩu, cộng với thời gian giao vaccine theo chương trình COVAX bị chậm lại, khiến Việt Nam phải phê duyệt gấp vaccine Sputnik V để tiếp tục thực hiện tiêm chủng. Mặc dù Việt Nam đã có những bước tiến quan trọng trong việc bào chế vaccine, ít nhất phải đến Quý III vaccine nội địa mới được đưa vào sử dụng. Điều này có thể phát ra những tín hiệu bi quan về tiến trình đẩy lùi Covid-19 và mở cửa ra thế giới của Việt Nam.

Vấn đề thứ hai là bản chất của dịch bệnh. Do là một loại virus mới được phát hiện, tốc độ lây lan quá nhanh và sinh ra nhiều biến thể, thế giới vẫn chưa thể hiểu rõ tường tận về nó. Vì lý do đó, ta vẫn chưa tìm ra được các biện pháp phòng tránh hiệu quả hơn để hạn chế đà lây lan của virus, đồng thời giảm thiểu sự bất tiện cho người dân. Ngay cả khi người dân nước ta được tiêm chủng rộng khắp vẫn không đồng nghĩa với virus Covid-19 bị xóa sổ. Khi đó, chính phủ vẫn phải áp dụng một số biện pháp phòng chống dịch cho dù không có ca mắc mới trong thời gian dài, khiến cho hy vọng trở lại trạng thái “bình thường cũ” gần như là giấc mơ xa vời. Nói cách khác, dịch Covid-19 sẽ không có kết thúc rõ ràng, từ đó ảnh hưởng đến độ tin cậy của các dự báo kinh tế “sau đại dịch” nói chung, và lạm phát nói riêng.

### **3.4. Khuyến nghị**

Các chính sách hỗ trợ người dân và doanh nghiệp cần phải cải thiện tính hiệu quả, đúng nhu cầu của các đối tượng. Trong đó, cần có đánh giá cụ thể, khách quan mức độ thiệt hại tối đa của các ngành nghề để có thể phân bổ nguồn lực hỗ trợ phù hợp. Điều này cũng áp dụng cho các chính sách an sinh xã hội, đảm bảo cuộc sống của người dân. Một trở ngại lớn của các chính sách này là rủi ro đạo đức trong việc thực thi. Do đó, cần phải có lộ trình rõ ràng, minh bạch chính sách cứu trợ, thực hiện nhất quán từ trên xuống dưới, tránh xảy ra tình trạng tham nhũng, tư lợi. Ngoài ra, cần phải phối hợp đồng bộ trong việc hỗ trợ doanh nghiệp và sinh kế người dân (không phải kích cầu tràn lan), để tránh tình trạng mất cân đối cung-cầu, dẫn đến lạm phát gia tăng. Khi tình trạng này xảy ra, việc

ngưng các chương trình hỗ trợ để kiềm chế lạm phát có thể làm gia tăng nợ nần, dẫn đến một cuộc khủng hoảng tài chính khác.

Về chính sách tiền tệ, Ngân hàng Nhà nước không nên dựa dẫm quá nhiều vào việc giảm lãi suất. Cho dù lãi suất có xuống thấp đến đâu, cũng chỉ giúp các doanh nghiệp ở khoản vay vốn và trả nợ. Điều này không thể bù đắp cho nhu cầu thay đổi có hệ thống do ảnh hưởng từ đại dịch. Doanh nghiệp không thể thu về lợi nhuận nếu không có khách hàng. Hơn nữa, việc cắt giảm lãi suất cũng có thể làm tăng khả năng bùng nổ chi tiêu sau đại dịch, gây áp lực gia tăng lạm phát.

Nhìn chung, tình hình hiện tại cho thấy chính phủ có thể thực hiện các chính sách tài khóa và tiền tệ mở rộng có kiểm soát nhằm phục hồi kinh tế sau đại dịch mà vẫn đạt được mục tiêu trần lạm phát đề ra.

Lạm phát sắp tới có thể gia tăng tạm thời do kinh tế phục hồi, nhưng không có dấu hiệu cho thấy lạm phát trở nên dai dẳng. Tóm lại, chính phủ cần có chính sách nhất quán, đặt mục tiêu lợi ích của nhân dân, người lao động lên hàng đầu để cân bằng các mục tiêu, từ đó đưa kinh tế nước nhà phát triển bền vững.

### Tài liệu tham khảo

- Ebrahimi, E., Igan, D. and Martinez Peria, S., 2020. *The Impact of COVID-19 on Inflation: Potential Drivers and Dynamics*. [ebook] International Monetary Fund. Available at: <<https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/covid19-special-notes/en-special-series-on-covid-19-the-impact-of-covid-19-on-inflation-potential-drivers-and-dynamics.ashx>> [Accessed 12 March 2021].
- Holland, B., 2021. *With No Inflation in Sight, Why the Inflation Debate?*. [online] BloombergQuint. Available at: <<https://www.bloombergquint.com/quicktakes/with-no-inflation-in-sight-why-the-inflation-debate-quicktake-kl0ods5m>> [Accessed 12 March 2021].
- Kennedy, S., 2021. *Consumers Saved \$2.9 Trillion During the Pandemic. Their Money Will Drive the Global Recovery*. [online] Bloomberg. Available at: <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-03-03/global-economic-recovery-will-be-driven-by-2-9-trillion-that-consumers-saved>> [Accessed 12 March 2021].
- Liu, Y., 2021. *Vietnam at a Glance: Where is Inflation Going?*. HSBC Global Research.
- NEU-JICA, 2020. *Đánh giá Các Chính sách Ứng phó với Covid-19 và Các Khuyến nghị*. [ebook] Available at: <[https://www.jica.go.jp/vietnam/english/office/topics/c8h0vm0000ecmc4u-att/210305\\_02\\_vn.pdf](https://www.jica.go.jp/vietnam/english/office/topics/c8h0vm0000ecmc4u-att/210305_02_vn.pdf)> [Accessed 12 March 2021].
- Thời báo Tài chính Việt Nam Online. 2021. *Gói hỗ trợ ứng phó với dịch Covid-19: Chính sách tài khóa được đánh giá phát huy hiệu quả nhất*. [online] Available at: <<http://thoibaotaichinhvietnam.vn/pages/kinh-doanh/2021-01-15/goi-ho-tro-ung-pho-voi->



dich-covid-19-chinh-sach-tai-khoa-duoc-danh-gia-phat-huy-hieu-qua-nhat-98389.aspx>  
[Accessed 12 March 2021].

World Bank Group, 2021. *Global Economic Prospects*. [ebook] Washington, DC: International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank. Available at:<<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/34710/9781464816123.pdf>> [Accessed 12 March 2021].

## 26.

# MỘT SỐ GỢI Ý ĐỐI VỚI CHÍNH SÁCH TÀI KHÓA CỦA VIỆT NAM TỪ COVID-19

Phạm Quốc Việt\*

### Tóm tắt

Bài viết đánh giá tác động của Covid-19 đến thu, chi ngân sách nhà nước và gia tăng nợ quốc gia tại các nền kinh tế trong năm 2020; từ đó nêu bật tính cấp thiết của việc mở rộng nguồn thu thuế từ các chủ thể được hưởng lợi từ dịch bệnh. Bài viết cũng trình bày thực trạng phục hồi kinh tế sau Covid-19 theo mô hình chữ K, với sự phát triển mạnh mẽ của các tập đoàn công nghệ (Big Tech) và những đe dọa từ thực trạng này đến chính sách tài khóa của các quốc gia. Một số đề xuất đối với chính sách tài khóa của Việt Nam trong thời gian tới bao gồm: (1) Áp dụng mức thuế tối thiểu toàn cầu cho các công ty đa quốc gia theo sáng kiến cải cách thuế của OECD; (2) Áp dụng nguyên tắc thu thuế theo điểm đến đối với các giao dịch kinh doanh dựa trên nền tảng số, không chỉ đối với các giao dịch xuyên quốc gia, mà bao gồm cả giao dịch nội địa; (3) Tiếp tục khẳng định đồng tiền ảo, nếu không được các ngân hàng trung ương phát hành, không phải là phương tiện thanh toán.

**Từ khóa:** Chính sách tài khóa, nền tảng số, tiền ảo, Covid-19.

### 1. Giới thiệu

Tình trạng gia tăng các gói hỗ trợ cho doanh nghiệp và người lao động, trong bối cảnh chuỗi cung ứng hàng hóa thực và đi lại của con người bị cắt đứt, dẫn đến sụt giảm GDP trầm trọng, và theo đó là nguồn thu của ngân sách nhà nước. Hậu quả là nợ quốc gia tăng vọt trên bình diện toàn cầu, có thể xảy ra tình trạng cạnh tranh thu hút nguồn tài trợ giữa các quốc gia và đẩy các nước đang phát triển với quy mô GDP nhỏ ra khỏi thị trường tài chính toàn cầu. Tình trạng này buộc các quốc gia phải tìm kiếm các nguồn thu thuế mới,

---

\*Trường Đại học Tài chính – Marketing | Email liên hệ: [vietpq@ufm.edu.vn](mailto:vietpq@ufm.edu.vn)

và hợp lý hơn cả là từ những chủ thể kinh tế đã hưởng lợi từ dịch bệnh, đó là các tập đoàn công nghệ lớn.

Tuy vậy, sự lớn mạnh của các tập đoàn công nghệ lớn đã làm cho các nguyên tắc thu thuế hiện tại trở nên lỗi thời. Mặt khác, việc ứng dụng các nền tảng thanh toán dựa trên công nghệ blockchain của các tập đoàn này cho phép sử dụng các đồng tiền ảo, có khả năng đe dọa độc lập tiền tệ và ổn định tài khóa của các quốc gia.

Bài viết này khởi đầu từ đánh giá thực trạng thâm hụt tài khóa và gia tăng nợ quốc gia do Covid-19, phân tích quyền lực của các tập đoàn công nghệ và đe dọa của chúng đối với chính sách tài khóa, và kết thúc bằng một số gợi ý chính sách có liên quan cho Việt Nam.

## 2. Thâm hụt tài khóa và gia tăng nợ quốc gia do COVID-19

Covid-19 đã gây ra ảnh hưởng tiêu cực đến mọi mặt hoạt động kinh tế - xã hội tại các quốc gia trên thế giới khi nhiều quốc gia áp dụng giãn cách xã hội, hạn chế xuất nhập cảnh. Hậu quả là nhiều quốc gia rơi vào suy thoái từ sau khủng hoảng tài chính 2007-2008.

**Bảng 1. Tăng trưởng GDP năm 2020 của các nền kinh tế mức thu nhập đầu người**

	Tốc độ tăng trưởng GDP		
	2020	2019	2015-2019
Các nền kinh tế phát triển	-5,8%	1,7%	0,8%
Nền kinh tế mới nổi và đang phát triển	-3,3%	3,7%	3,08%
Thế giới	-4,4%	2,8%	2,06%

Nguồn: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/WEO>

Bảng 1 cho thấy hầu hết các nền kinh tế có tăng trưởng âm trong năm 2020, bình quân toàn cầu sụt giảm GDP ở mức -4,4%; các nền kinh tế phát triển chịu ảnh hưởng lớn hơn, với mức sụt giảm lên đến gần 6%, gần gấp đôi mức sụt giảm của các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển.

Vấn đề kinh tế này đã gây ra tác động mạnh mẽ đến thu, chi NSNN và cân đối NSNN tại các nền kinh tế.

**Bảng 2. Thu, chi NSNN và cân đối NSNN của các nền kinh tế theo mức thu nhập đầu người năm 2020**

	Thu NSNN (so với GDP)			Chi NSNN (so với GDP)			Cân đối NSNN (đã điều chỉnh chu kỳ, so với GDP)		
	2020	So với 2019	So với 2015-2019	2020	So với 2019	So với 2015-2019	2020	So với 2019	So với 2015-2019
Các nền kinh tế phát triển	34,78%	97,45%	96,22%	49,17%	126,11%	126,45%	-11,60%	313,74%	428,53%
Nền kinh tế mới nổi và thu nhập trung bình	24,28%	89,87%	89,59%	35,00%	109,63%	111,16%	-8,98%	187,46%	221,43%
Nền kinh tế thu nhập thấp	12,96%	88,30%	89,33%	19,19%	102,62%	105,23%	-11,32%	149,39%	153,05%

Nguồn: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/FM>

Bảng 2 bên dưới cung cấp thông tin về thu, chi NSNN và cân đối NSNN của các nền kinh tế theo mức thu nhập đầu người. Mặc dù tỷ lệ thu, chi NSNN so với GDP có thể khác nhau (tỷ trọng thu, chi NSNN so với GDP giảm dần từ các nền kinh tế phát triển đến các nền kinh tế thu nhập thấp), nhưng có thể thấy rõ:

- Thu NSNN năm 2020 sụt giảm so với năm 2019 và bình quân giai đoạn 2015-2019, các nền kinh tế phát triển sụt giảm nhẹ (3-4%), còn nền kinh tế thu nhập trung bình và thu nhập thấp sụt giảm mạnh (trên 10%). Số liệu thống kê cho thấy ảnh hưởng của Covid-19 đến thu NSNN lớn hơn ở các nước có thu nhập thấp hơn, dẫn đến việc duy trì chi thường xuyên của bộ máy nhà nước tại các nền kinh tế này trở thành thách thức lớn.
- Chi NSNN năm 2020 tăng so với năm 2019 và bình quân giai đoạn 2015-2019, các nền kinh tế phát triển tăng hơn 26%, các nền kinh tế thu nhập trung bình tăng khoảng 10%, còn các nền kinh tế thu nhập thấp tăng ít nhất (3-5%). Số liệu này khẳng định lập luận nêu trên, khi “địa” sử dụng công cụ chính sách tài khóa để hỗ trợ doanh nghiệp và công dân lớn hơn tại các nền kinh tế đã phát triển.
- Cân đối NSNN năm 2020 của các nền kinh tế đều thâm hụt từ 9-11% GDP. Nếu so với năm 2019, thâm hụt NSNN mở rộng từ 1,5-3 lần; còn nếu so với bình quân giai đoạn 2015-2019, thâm hụt NSNN mở rộng từ 1,5-4 lần. Điều này cho thấy mức độ cạnh tranh trong tìm kiếm nguồn tài trợ cho chi NSNN tại các quốc gia là rất cao, đặc biệt tại các nền kinh tế đã phát triển và thu nhập trung bình (có thâm hụt NSNN tăng từ 2-4 lần so với trước đó). Những nền kinh tế có thu nhập thấp,

với xếp hạng tín nhiệm dưới mức đầu tư, chi phí tài trợ cao, có nguy cơ bị loại khỏi cuộc cạnh tranh này.

Mất cân đối NSNN nghiêm trọng trong năm 2020 đã làm gia tăng nợ quốc gia trên phạm vi toàn cầu.

**Bảng 3. Nợ quốc gia năm 2020 của các nền kinh tế theo mức thu nhập đầu người**

	Nợ quốc gia (so với GDP)			2020 so với 2019	2020 so với 2015-2019
	2020	2019	2015-2019		
Các nền kinh tế phát triển	125,45%	105,26%	108,35%	119,18%	115,78%
Nền kinh tế mới nổi và thu nhập trung bình	62,20%	52,62%	50,53%	118,20%	123,09%
Nền kinh tế thu nhập thấp	43,28%	39,43%	39,98%	109,78%	108,27%

Nguồn: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/FM>

Trong giai đoạn 2015-2019, các nền kinh tế phát triển đã giảm nợ quốc gia, khi tỷ lệ nợ năm 2019 là 105,26% GDP, thấp hơn tỷ lệ bình quân trong giai đoạn 2015-2019 (108,35%), thì tỷ lệ nợ năm 2020 tăng vọt lên mức 125,45%; tăng gần 20% so với năm 2019. Tình hình tương tự đối với các nền kinh tế thu nhập trung bình và thu nhập thấp, với tỷ lệ nợ công năm 2020 tăng lần lượt 18% và 9,78% so với số liệu năm 2019. World Bank, trong ấn phẩm Viễn cảnh kinh tế toàn cầu 2021, đã cung cấp số liệu về nợ chính phủ tại các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển tăng 9 điểm phần trăm GDP chỉ trong năm 2020, mức tăng cao nhất kể từ thập niên 1980. Bên cạnh đó, nợ tư nhân tại các nền kinh tế này cũng tăng mạnh do suy thoái kinh tế toàn cầu.

Nợ quốc gia tăng cao, một mặt làm gia tăng áp lực cạnh tranh trên thị trường nợ nội địa và quốc tế, có khả năng xảy ra hiện tượng chèn lấn của các nền kinh tế lớn đối với nền kinh tế nhỏ của khu vực nhà nước đối với khu vực tư nhân; mặt khác làm gia tăng rủi ro vỡ nợ và nguy cơ xảy ra khủng hoảng nợ trong tương lai, khi tốc độ hồi phục kinh tế chậm hơn mong đợi.

### 3. Phục hồi kinh tế dạng chữ K và quyền lực của các tập đoàn công nghệ

Đại dịch Covid-19 và các chính sách hỗ trợ từ chính phủ các quốc gia có thể gây ra một số mô hình phục hồi kinh tế như mô hình chữ V (kinh tế suy giảm mạnh, sau đó phục hồi mạnh mẽ), mô hình chữ W (kinh tế suy thoái, phục hồi nhẹ, tiếp tục rơi vào suy thoái

trước khi phục hồi vững chắc), mô hình chữ L (kinh tế suy thoái nghiêm trọng, nhiều năm sau đó chưa trở lại xu thế tăng trưởng); nhưng nhiều nhà kinh tế và quản trị doanh nghiệp cho rằng mô hình chiếm ưu thế là phục hồi kinh tế dạng chữ K. Mô hình chữ K còn gọi là mô hình phục hồi 2 tầng, khi một bộ phận của nền kinh tế phục hồi dạng chữ V, và bộ phận còn lại phục hồi dạng chữ L. Chẳng hạn, các ngành du lịch, giải trí, hàng không... đã chịu ảnh hưởng tiêu cực từ giãn cách xã hội và hạn chế đi lại, khả năng phục hồi trong tương lai phụ thuộc vào kết quả kiểm soát dịch bệnh; thị trường mại điện tử, dược phẩm và thiết bị y tế lại có những tăng trưởng vượt bậc. Mô hình chữ K còn liên quan đến sự phân hóa to lớn trong thu nhập (bất bình đẳng thu nhập gia tăng), trong tìm kiếm việc làm của các tầng lớp dân cư trong một quốc gia (tùy thuộc vào khả năng tiếp cận thị trường số trong tương lai), sự phân hóa giữa các doanh nghiệp theo quy mô (doanh nghiệp nhỏ, siêu nhỏ ngưng hoạt động chiếm tỷ lệ áp đảo so với doanh nghiệp lớn), giữa kinh tế thực và kinh tế tài chính (các thị trường chứng khoán đã phục hồi ở mức trước dịch bệnh, còn kinh tế thực vẫn gặp nhiều khó khăn) và rộng hơn là sự phân hóa giữa các quốc gia theo mức độ phát triển và thu nhập (các nền kinh tế thu nhập trung bình và thu nhập thấp hạn chế trong chính sách tài khóa và vay nợ, đã nêu ở phần 2 của bài viết này).

Báo cáo rủi ro toàn cầu 2021 của Diễn đàn Kinh tế Thế giới đã chia sẻ kết quả khảo sát gần nhất từ phía các nhà quản trị, trong đó nêu các lĩnh vực dịch chuyển theo hướng tích cực hoặc tiêu cực trong năm 2020, so với bình quân giai đoạn 2017-2019, từ các nền kinh tế đã phát triển và mới nổi. Đối với các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển, những lĩnh vực được cải thiện nhiều nhất theo mức độ là: (1) Hợp tác trong nội bộ công ty; (2) Phản ứng của chính phủ đối với sự thay đổi; (3) Hiệu quả của dịch vụ đào tạo; (4) Tính sẵn có của vốn mạo hiểm; (5) Năng lực thu hút nhân tài của quốc gia. Ngược lại, những lĩnh vực bị hạ bậc đánh giá bao gồm: (1) Gia tăng chi phí kinh doanh liên quan đến tội phạm và bạo lực; (2) Giảm tính độc lập của tư pháp; (3) Gia tăng tội phạm có tổ chức; (4) Gia tăng vị thế thống lĩnh thị trường; (5) Lòng tin của công chúng vào chính trị gia.

Từ kết quả đánh giá này, kết hợp với mô hình phục hồi dạng chữ K, có thể thấy được sự tăng trưởng mạnh mẽ của các thực thể kinh tế lớn có ưu thế về công nghệ số qua đại dịch Covid-19. Số liệu cho thấy tỷ trọng của 10 công ty có vốn hóa lớn nhất (trong đó có 6 công ty Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Microsoft, và Alphabet - công ty mẹ của Google) trong chỉ số S&P 500 tăng từ mức 19,1% năm 2019 lên 27,6% trong năm 2020<sup>(2)</sup>, áp đảo 490 công ty còn lại trong chỉ số này.

---

<sup>(2)</sup> Ritholtz B. (2018). Top-Heavy Stock Indexes Are Nothing to Fear. Truy cập tại: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2020-08-18/top-heavy-stock-indexes-are-nothing-to-fear>

Sự trỗi dậy của các tập đoàn công nghệ lớn, đại diện là Amazon, Apple, Facebook và Google, nổi tiếng bằng sự đổi mới công nghệ và thúc đẩy ứng dụng công nghệ kỹ thuật số hơn bất kỳ công ty nào khác từ nhiều năm qua, được hỗ trợ bởi các hậu quả của Covid-19 như giãn cách xã hội và sự ngưng trệ của hoạt động kinh tế thực, đã làm gia tăng quyền lực kinh tế (và kéo theo đó là quyền lực chính trị) của các tập đoàn công nghệ, thường được gọi là Big Tech. Trong phạm vi bài viết này, tác giả giới hạn bởi ảnh hưởng của Big Tech đối với chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ của các quốc gia.

Như đã trình bày ở phần 2, thu NSNN sụt giảm mạnh ở các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển trong năm 2020, cùng với áp lực mở rộng tài khóa để thúc đẩy phục hồi kinh tế và hỗ trợ an sinh xã hội, đặt ra yêu cầu tìm kiếm nguồn thu thuế mới, đặc biệt từ các chủ thể hưởng lợi nhiều nhất từ dịch bệnh, các Big Tech. Tuy nhiên, những nỗ lực nhằm chấn chỉnh hệ thống thuế quốc tế vẫn đang diễn ra kể từ cuộc khủng hoảng kinh tế cuối cùng vào năm 2008 và việc đánh thuế các công ty công nghệ vẫn đang chứng tỏ là một thách thức. Các Big Tech đã định hình mô hình kinh doanh mới thông qua việc liên kết các chủ thể nguồn tài nguyên khác nhau, không phân biệt chủ thể quốc gia.

Theo Borrett (2021), các công ty công nghệ khổng lồ của Mỹ đã nhiều lần bị chỉ trích vì trả mức thuế rất thấp trên khắp thế giới, bất chấp việc họ được định giá thị trường hấp dẫn và tốc độ tăng trưởng chưa từng có. Báo cáo về “Silicon Six” (Google, Amazon, Apple, Facebook, Microsoft và Netflix) của tổ chức Fair Tax Mark cho thấy khoảng cách giữa thuế pháp định và thuế hiệu lực là 155,3 tỷ USD trong giai đoạn 2010-2019. Việc thu thuế các tập đoàn công nghệ ngày càng khó khăn khi mô hình kinh doanh mới có các yếu tố về vốn và lao động ở trên không gian mạng, được phát triển mạnh do Covid-19, do đó các quy tắc thuế hiện hữu không thể giúp phát hiện địa điểm diễn ra hoạt động kinh tế, nên hầu như không thể đánh thuế theo lãnh thổ (territorial taxation) hay theo người cư trú (resident-based taxation). Một sáng kiến cải cách hệ thống thuế toàn cầu mà OECD đã đưa ra từ sau khủng hoảng tài chính 2007-2008, nhằm phản ánh thực tế của một nền kinh tế số hóa và toàn cầu hóa dựa trên 2 trụ cột mới: (1) Trụ cột đầu tiên tìm cách đảm bảo rằng các quốc gia có thể đánh thuế các công ty không nắm giữ bất kỳ tài sản vật chất nào trên thị trường mà thu lợi nhuận từ những người dùng ở đó (destination-based taxation); (2) Trụ cột thứ hai nhằm giải quyết vấn đề định giá chuyển giao thông qua áp mức thuế tối thiểu toàn cầu cho tất cả các công ty đa quốc gia, dù kỹ thuật số hay không. Trong khi đề xuất này còn đang trong vòng thảo luận (dự kiến đến giữa năm 2021), một số quốc gia châu Âu đã hoặc đang lên kế hoạch triển khai thuế dịch vụ kỹ thuật số (Digital Services Tax – DST). Tuy nhiên, cách tiếp cận khác nhau đối với thuế DST đưa ra mức độ phức tạp cao, gây tổn kém không chỉ đối với các Big Tech, vốn có các dòng doanh thu

và mô hình kinh doanh hết sức đa dạng, mà còn đối với các chính phủ, những người phải thu thập và kiểm toán tất cả các nguồn khác nhau này (Borrett, 2021).

Một nguy cơ khác mà các Big Tech có thể ảnh hưởng đến dự định thu thuế của các quốc gia, đó là việc vận hành hệ thống thanh toán riêng của mình. Trong những năm qua, các Big Tech đã nỗ lực thúc đẩy việc áp dụng tiền ảo (cryptocurrency) và công nghệ blockchain, bằng cách thu hẹp khoảng cách giữa thế giới tài chính truyền thống và thế giới tiền ảo bằng các dịch vụ thanh toán tương ứng của họ: Amazon Pay, Apple Pay, Facebook Pay, và Google Pay. Mặc dù các dịch vụ thanh toán này đều hỗ trợ thanh toán giao dịch bằng các đồng tiền pháp định, nhưng các dịch vụ này đã hỗ trợ thanh toán bằng các loại tiền ảo, như Google Pay với sàn giao dịch tiền ảo Coinbase, hay Apple Pay và PayPal với nền tảng thông tin tiền ảo NewsCrypto. Với tính ẩn danh cao của công nghệ blockchain và với việc sử dụng tiền ảo trong thanh toán các giao dịch trực tuyến, việc quản lý và thu thuế theo điểm đến (destination – based taxation) trở nên bất khả thi. Hơn nữa, các Big Tech đã và đang triển khai các dự án tiền ảo của riêng mình. Amazon đã cung cấp nền tảng dịch vụ blockchain của mình với tên gọi Amazon Managed Blockchain. Facebook cũng có kế hoạch khởi động dự án tiền ảo của riêng mình được gọi là Libra, nhưng gặp chỉ trích và phản đối mạnh mẽ từ phía các ngân hàng trung ương. Đầu năm 2021, Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) đã cảnh báo sự tham gia của các Big Tech vào các dự án tiền ảo là gây nguy hiểm cho quyền riêng tư, gia tăng rủi ro cho môi trường cạnh tranh và thậm chí đe dọa chủ quyền tiền tệ (Stolton, 2021).

#### **4. Một số đề xuất chính sách liên quan**

Rõ ràng đại dịch Covid-19 đã gây ảnh hưởng tiêu cực trầm trọng đối với chính sách tài khóa, qua đó tác động đến nợ quốc gia và nợ công tại các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển trong năm 2020. Mặc dù Việt Nam là một trong những nền kinh tế hiếm hoi đạt được mức tăng trưởng dương và có tỷ lệ nợ công được cải thiện đáng kể trong năm 2020, nhưng cần quan tâm đến vấn đề thu thuế từ các tập đoàn đa quốc gia, đặc biệt là những công ty có nền tảng công nghệ lớn.

Đề xuất thứ nhất liên quan đến việc nghiên cứu vận dụng sáng kiến cải cách thuế của OECD. Về vấn đề quản lý thuế đối với giao dịch liên kết, Việt Nam đã phát triển các quy định, thủ tục trong nhiều năm; nhưng kết quả đạt được chưa như mong đợi do nhiều nguyên nhân, chủ yếu là nguyên nhân khách quan như thiếu hụt cơ sở dữ liệu về giao dịch và tồn tại sự khác biệt về thuế suất giữa các quốc gia. Trụ cột cải cách thuế thứ hai của OECD liên quan đến ý tưởng đặt ra một mức thuế tối thiểu toàn cầu (Global minimum tax) - tức mức thuế áp dụng cho các công ty có thu nhập từ hoạt động xuyên biên giới đang nộp thuế dưới một ngưỡng nhất định. Việt Nam cần tích cực ủng hộ sáng kiến cải



cách thuế nói trên để áp dụng cho các công ty có cơ sở thường trú tại Việt Nam. Bên cạnh đó, trong thời gian gần nhất, Việt Nam cần rà soát lại các ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp (miễn thuế, giảm thuế, thuế suất ưu đãi, chuyển lỗ) để chuẩn bị lộ trình điều chỉnh mức thuế tối thiểu của mình không mâu thuẫn với mức thuế tối thiểu toàn cầu theo đề xuất của OECD.

Liên quan đến các công ty có nền tảng công nghệ lớn và các giao dịch thực hiện trên không gian mạng, OECD đã và đang phát triển các quy tắc để buộc các công ty kỹ thuật số phải nộp thuế tại nơi họ kinh doanh, thay vì nơi họ đăng ký công ty con. Luật Quản lý thuế (2019)<sup>(3)</sup> của Việt Nam đã bước đầu ban hành quy định về thuế đối với các hoạt động “kinh doanh dựa trên nền tảng số” (digital platform); cụ thể là giao nhiệm vụ quản lý, giám sát các giao dịch xuyên biên giới liên quan đến hoạt động này cho NHNN và Bộ Tài chính, đồng thời ngân hàng thương mại và các tổ chức cung ứng dịch vụ trung gian thanh toán có nhiệm vụ khấu trừ, nộp thay thuế phải nộp của nhà cung cấp ở nước ngoài không có cơ sở thường trú tại Việt Nam<sup>(4)</sup>. Quy định này đã giải quyết được các trường hợp nhà cung cấp không có cơ sở thường trú tại Việt Nam. Tuy nhiên, cần có những định nghĩa chi tiết hơn về các biểu hiện của “kinh doanh dựa trên nền tảng số”, đồng thời đơn giản hóa các thủ tục kê khai và khấu trừ thuế đối với các hoạt động này. Bên cạnh đó, Luật Quản lý thuế (2019) mới chỉ đề cập đến quản lý thuế đối với giao dịch xuyên biên giới, mà chưa tính đến các giao dịch trong nước dựa trên nền tảng số, trong trường hợp nhà cung cấp không phải là pháp nhân, không đăng ký kinh doanh. Vì vậy, cần ban hành quy định chung về quản lý thuế đối với hoạt động kinh doanh dựa trên nền tảng số, mà thanh toán xuyên biên giới chỉ là một trường hợp đặc biệt.

Đề xuất cuối cùng liên quan đến xu thế thanh toán qua các nền tảng blockchain với việc sử dụng tiền ảo. Như đã nêu ở phần 3, các Big Tech đang đẩy mạnh các nền tảng hỗ trợ thanh toán giao dịch sử dụng công nghệ blockchain với tính ẩn danh cao, cho phép sử dụng đồng tiền ảo trong thanh toán, có thể dẫn đến vô hiệu hóa quy định quản lý thuế đối với hoạt động kinh doanh dựa trên nền tảng số mà Việt Nam mới ban hành. Liên quan đến tiền ảo, nhiều nhà nghiên cứu và hoạch định chính sách đã cảnh báo những nguy cơ từ việc đầu tư, giao dịch tiền ảo của các chủ thể trong nền kinh tế. Võ Đức Toàn (2021) cho rằng giao dịch tiền ảo chứa đựng nhiều rủi ro, tạo điều kiện cho phát triển các loại tội phạm công nghệ cao, rửa tiền, trốn thuế, tham nhũng, đặc biệt là các rủi ro trên thị trường tài chính. Trần Văn Biên và Nguyễn Minh Oanh (2020) đã đánh giá tiền ảo từ khía cạnh pháp lý, cho rằng Việt Nam cần có định nghĩa rõ ràng, cụ thể về tiền ảo; ghi nhận tiền ảo

---

<sup>(3)</sup> Luật Quản lý thuế số 38/2019/QH14 được Quốc hội thông qua ngày 13/06/2019

<sup>(4)</sup> Nghị định 126/2020/NĐ-CP của Chính phủ ngày 19/10/2020 quy định chi tiết một số điều của Luật Quản lý thuế

là một loại tài sản mới, và là một loại tài sản đặc biệt lưu thông có điều kiện; chưa nên công nhận tiền ảo là phương tiện thanh toán; cần thu thuế đối với các hoạt động liên quan đến tiền ảo; cho phép thành lập và kiểm soát các sàn giao dịch liên quan đến tiền ảo, cho phép và kiểm soát phát hành tiền ảo ra công chúng (Initial Coin Offerings – ICO).

Từ năm 2017, Việt Nam đã triển khai Đề án hoàn thiện khung pháp lý để quản lý, xử lý đối với các loại tài sản ảo, tiền điện tử, tiền ảo<sup>(5)</sup>, với 6 nhiệm vụ chính: (1) Rà soát, đánh giá thực trạng pháp luật về tài sản ảo, tiền ảo ở Việt Nam và nghiên cứu, khảo sát kinh nghiệm quốc tế liên quan; (2) Rà soát, nghiên cứu và đề nghị sửa đổi, bổ sung, ban hành mới văn bản quy phạm pháp luật về tiền điện tử; (3) Lập đề nghị xây dựng văn bản quy phạm pháp luật về tài sản ảo, tiền ảo; (4) Nghiên cứu, đề xuất sửa đổi, bổ sung, ban hành mới văn bản quy phạm pháp luật về thuế đối với tài sản ảo, tiền ảo; (5) Nghiên cứu, đề xuất biện pháp phòng, chống, xử lý các vi phạm liên quan đến tài sản ảo, tiền ảo; (6) Nghiên cứu, lập đề xuất sửa đổi, bổ sung các luật, pháp lệnh nhằm hoàn thiện khung pháp lý quản lý, xử lý tài sản ảo, tiền ảo.

Từ thực trạng quản lý thuế đối với hoạt động kinh doanh dựa trên nền tảng số tại Việt Nam, cần tiếp tục khẳng định: (1) Tiền ảo, nếu không phải do các Ngân hàng trung ương phát hành, không được xem là phương tiện thanh toán; việc sử dụng tiền ảo trong thanh toán phải bị truy cứu trách nhiệm hình sự về các tội danh “Phát hành, cung ứng, sử dụng các phương tiện thanh toán không hợp pháp”; hoặc “làm, tàng trữ, vận chuyển, lưu hành tiền giả” (đã được quy định tại các Điều 206, 207, Bộ Luật Hình sự 2015); (2) Tiền ảo, tài sản ảo cần được pháp luật quy định là một loại tài sản đặc biệt, kèm theo đó là các quyền và nghĩa vụ liên quan đến tài sản này, bao gồm nghĩa vụ thuế liên quan đến tài sản ảo và thu nhập từ tài sản ảo.

### **Tài liệu tham khảo**

- Trần Văn Biên, Nguyễn Minh Oanh (2020). Tiền ảo và một số vấn đề pháp lý đặt ra ở Việt Nam hiện nay. *Tạp chí Nhà nước và Pháp luật*, số 4/2020.
- Võ Đức Toàn (2021). Tiền ảo và tác động của tiền ảo đến thị trường tài chính Việt Nam. *Tạp chí Công Thương*, số 1, tháng 1 năm 2021.
- Borrett A. (2021). Consensus is emerging on how to tax Big Tech. *Monitor Daily*. Truy xuất từ: <https://techmonitor.ai/leadership/strategy/consensus-emerging-on-taxing-big-tech-companies>
- Fair Tax Mark (2019). The Silicon Six and their \$100 billion global tax gap. Truy xuất từ: <https://fairtaxmark.net/wp-content/uploads/2019/12/Silicon-Six-Report-5-12-19.pdf>

---

<sup>(5)</sup> Quyết định 1255/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ ngày 21/8/2017 phê duyệt Đề án hoàn thiện khung pháp lý để quản lý, xử lý đối với các loại tài sản ảo, tiền điện tử, tiền ảo

International Monetary Fund (2021). *IMF Datamapper*. Truy xuất từ:  
<https://www.imf.org/external/datamapper>

Organization for Economic Cooperation and Development (2020). Tax Policy Reforms 2020 – OECD and Selected Partner Economies. Truy xuất từ: <https://www.oecd.org/tax/tax-policy-reforms-26173433.htm>

Stolton S. (2021). ECB issues stark warning on Big Tech cryptocurrency projects. *EURASTIV*. Truy xuất từ: <https://www.euractiv.com/section/digital/news/ecb-issues-stark-warning-on-big-tech-cryptocurrency-projects/>

World Bank (2021). *Global Economic Prospects 2021*. Truy xuất từ:  
<https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>

World Economic Forum (2021). *The Global Risks Report 2021*. Truy xuất từ:  
<https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2021>

# KỶ YẾU HỘI THẢO KHOA HỌC QUỐC GIA

ĐỊNH HÌNH LẠI HỆ THỐNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU  
VÀ CHIẾN LƯỢC CỦA VIỆT NAM

## PHẦN 4

DÒNG VỐN ĐẦU TƯ  
VÀ THƯƠNG MẠI QUỐC TẾ

27.

## CHUYỂN DỊCH CÁC CHUỖI CUNG ỨNG TOÀN CẦU VÀ CƠ HỘI CHO VIỆT NAM

Đoàn Thị Hồng Vân \*

### Tóm tắt

Toàn cầu hóa đã tạo điều kiện thuận lợi cho các chuỗi cung ứng toàn cầu phát triển nhanh chóng, đến lượt mình các chuỗi cung ứng lại trở thành yếu tố quan trọng giúp thương mại toàn cầu và kinh tế thế giới phát triển mạnh mẽ trong những thập niên vừa qua. Tuy nhiên, trong quá trình phát triển các chuỗi cung ứng toàn cầu đã bộc lộ một số khiếm khuyết, tiềm ẩn những rủi ro. Đại dịch Covid-19 bùng phát làm các chuỗi cung ứng toàn cầu theo nhau gãy đổ, ngưng trệ, đẩy thương mại toàn cầu và kinh tế thế giới vào tình trạng tồi tệ nhất trong 100 năm gần đây. Cần phải tái cấu trúc, chuyển dịch các chuỗi cung ứng toàn cầu về đúng với vị trí cần có của nó. Quá trình chuyển dịch này sẽ tạo cơ hội cho một số quốc gia, trong đó có Việt Nam. Liệu chúng ta có đón được xu thế chuyển dịch của các chuỗi cung ứng toàn cầu? Trong khuôn khổ của bài viết này, sẽ tập trung phân tích thực trạng các chuỗi cung ứng toàn cầu trước và trong đại dịch Covid-19, dự báo xu hướng chuyển dịch của các chuỗi cung ứng và đề xuất giải pháp giúp nắm bắt cơ hội, đón được xu thế chuyển dịch của các chuỗi này.

**Từ khóa:** Chuỗi cung ứng, chuỗi cung ứng toàn cầu, chuyển dịch, đại dịch, Covid-19.

### 1. Khái quát về chuỗi cung ứng

Với bản chất là khoa học và nghệ thuật của sự hợp tác giữa các nhà cung cấp, nhà sản xuất, người phân phối và giữa các bộ phận trong từng doanh nghiệp, nhằm làm ra sản phẩm phục vụ người tiêu dùng, chuỗi cung ứng đã sinh ra, tồn tại và phát triển trong các doanh nghiệp từ rất lâu, nhưng thuật ngữ “chuỗi cung ứng” (supply chain) mới chỉ xuất hiện và được sử dụng từ vài thập niên gần đây. Chuỗi cung ứng ngày càng khẳng định vị thế vững chắc của mình và càng được nhiều tác giả nghiên cứu, cho đến nay, tồn tại nhiều định nghĩa khác nhau về chuỗi cung ứng. Trên cơ sở nghiên cứu những khái niệm về

---

\*Trường Đại học Kinh tế Quốc dân | Email liên hệ: [hongvan@ueh.edu.vn](mailto:hongvan@ueh.edu.vn)

chuỗi cung ứng, chúng tôi cho rằng: Chuỗi cung ứng là khoa học và nghệ thuật của sự hợp tác nhằm đem lại những sản phẩm/dịch vụ tốt nhất cho người tiêu dùng. Nói một cách cụ thể hơn, chuỗi cung ứng là mạng lưới các tổ chức tham gia vào dòng vận động của nguyên vật liệu, thông tin từ nhà cung cấp đầu tiên đến người tiêu dùng cuối cùng và dòng vận động của tiền theo chiều ngược lại, cùng các hoạt động của những tổ chức đó. Trong chuỗi cung ứng, hoạt động logistics của mỗi mắt xích (mỗi đơn vị) là quá trình hoạch định, triển khai và kiểm tra kiểm soát một cách có hiệu lực và hiệu quả dòng hàng hóa, dịch vụ, tiền tệ và thông tin liên quan từ điểm đầu vào của mắt xích này đến đầu vào của mắt xích kế tiếp, nhằm mục đích đáp ứng các chuẩn mực, yêu cầu của mắt xích kế tiếp và của toàn chuỗi. Do vậy, chuỗi cung ứng là chuỗi của các hoạt động logistics – hoạt động tối ưu hóa, nhằm nâng cao khả năng cạnh tranh của chuỗi và các doanh nghiệp trong chuỗi. Đến lượt mình, mỗi doanh nghiệp trong chuỗi lại là một chuỗi cung ứng nội bộ thu nhỏ, bao gồm: các bộ phận sản xuất và các bộ phận chức năng (tài chính, công nghệ thông tin, phát triển sản phẩm mới, tiếp thị, bán hàng, phân phối và dịch vụ khách hàng) liên quan đến thỏa mãn nhu cầu của khách hàng. Trong điều kiện đương đại, không thể chỉ quan tâm đến tính hiệu quả, đến lợi nhuận của các chuỗi cung ứng, mà còn phải chú trọng tính bền vững, hài hòa, linh hoạt, khả năng phòng ngừa rủi ro của chuỗi, giúp chúng không bị đứt gãy, tê liệt khi xảy ra chiến tranh, bệnh dịch...

## **2. Thực trạng phát triển các chuỗi cung ứng toàn cầu**

Có nhiều loại chuỗi cung ứng, nhưng trong giai đoạn cuối thế kỷ XX đầu XXI thế giới đã quá thiên vị phát triển chuỗi cung ứng hiệu quả, mà lãng quên các loại chuỗi cung ứng khác. Với mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận, các tổ chức theo đuổi chuỗi cung ứng hiệu quả tích cực áp dụng các thành tựu khoa học-công nghệ, khai thác mọi lợi thế để tối ưu hóa sản xuất, cắt giảm chi phí. Trong bối cảnh toàn cầu hóa, một khi điều kiện trong nước không đủ khả năng đáp ứng kỳ vọng của các nhà đầu tư, họ sẽ đưa chuỗi cung ứng vươn ra ngoài biên giới quốc gia tạo nên các chuỗi cung ứng toàn cầu. Và trong quá trình đi tìm địa điểm mở rộng chuỗi cung ứng các tập đoàn đa quốc gia đã tìm thấy Trung Quốc như một lựa chọn tối ưu, đầy hấp lực, không thể thay thế. Một đất nước rộng lớn với hơn 1,4 tỷ dân, so với tất cả các nền kinh tế đang phát triển trên thế giới, cho đến nay Trung Quốc vẫn là quốc gia có năng lực cạnh tranh vượt trội cả về thị trường, lẫn kết cấu hạ tầng, thể chế năng động, chính sách thu hút đầu tư hấp dẫn, hệ thống logistics, mạng lưới công nghiệp hỗ trợ và nguồn cung lao động có kỹ năng. Và thế là hầu như tất cả các chuỗi cung ứng lớn của thế giới đều có một hoặc một số công đoạn ở Trung Quốc, biến Trung Quốc thành công xưởng của thế giới và thế giới lệ thuộc ngày càng sâu sắc vào Trung Quốc. Vì lợi nhuận, các nhà đầu tư đã quên lãng các yếu tố thể chế, khoảng cách địa lý, bệnh dịch, chiến tranh... những rủi ro tiềm ẩn luôn trực chờ, có thể bùng phát bất cứ lúc

nào, làm đứt gãy, thậm chí phá nát những chuỗi cung ứng mà loài người đã dày công tạo lập và phát triển.

Theo báo cáo của Công ty Thông tin Thương mại Dun & Bradstreet (Mỹ), trong số 1.000 doanh nghiệp có tiềm lực mạnh và vai trò quan trọng, thì 163 doanh nghiệp có nhà cung cấp cấp một có quan hệ kinh doanh trực tiếp tại Trung Quốc và 938 công ty có nhà cung cấp cấp hai có nguồn cung cấp một là doanh nghiệp Trung Quốc. Nói cách khác, gần như tất cả 1.000 doanh nghiệp có tiềm lực mạnh đều trực tiếp hoặc gián tiếp có “yếu tố Trung Quốc” trong chuỗi cung ứng. Các doanh nghiệp châu Âu và Úc cũng ở trong tình trạng tương tự. Chỉ tính riêng tại Vũ Hán, trung tâm công nghiệp công nghệ cao của Trung Quốc, nơi được coi là “thành phố ô tô”, thì các hãng sản xuất ô tô lớn trên thế giới như: GM, Ford, Honda, Nissan, Peugeot, Citroen... đều có dây chuyền sản xuất góp mặt tại đây. Còn các nhà sản xuất lớn khác như Foxconn, Johnson & Johnson và Samsung Electronics đều có nhà máy ở Tô Châu, riêng Apple có tới 20 nhà cung cấp ở nơi này... Đặc biệt, Trung Quốc đóng vai trò chủ chốt trong các chuỗi cung ứng thiết bị y tế và dược phẩm toàn cầu. Hầu hết nguyên liệu để sản xuất azithromycin, penicillin, cephalosporin và nhiều loại thuốc kháng sinh khác ở Mỹ đều được nhập khẩu từ Trung Quốc. Không riêng Mỹ, Ấn Độ là một trong những nhà xuất khẩu thuốc lớn nhất thế giới, nhưng 70% nguyên liệu thuốc của họ là do Trung Quốc cung cấp, trong đó với nhiều loại thuốc kháng sinh và thuốc hạ sốt quan trọng, thì tỷ lệ này là xấp xỉ 100%... Vì lợi nhuận, lãnh đạo các cường quốc và các nhà đầu tư đã quên lời cảnh báo của Napoleon Bonaparte từ đầu thế kỷ XIX: “Hãy để con rồng Trung Hoa ngủ yên, bởi nếu đánh thức nó dậy nó sẽ quấy tung cả thế giới này”. Chính sự phát triển của các chuỗi cung ứng toàn cầu với những công đoạn quan trọng nằm tại Trung Quốc đã đánh thức con rồng hung hãn này. Cái gì phải đến sẽ đến... Phải tìm cách tái cấu trúc các chuỗi cung ứng toàn cầu, đưa những khâu quan trọng ra khỏi Trung Quốc.

Các chuỗi cung ứng toàn cầu không chỉ có một điểm yếu cốt tử quá lệ thuộc vào Trung Quốc, còn có một tử huyệt khác: ngày càng dài, phức tạp, quá phụ thuộc vào hệ thống vận tải quốc tế và Internet. Để cắt giảm chi phí, tăng lợi nhuận, các chuyên gia và các nhà quản lý đã tìm ra mô hình sản xuất đúng thời điểm (JIT – just in time). Nhờ cắt giảm được khoản chi phí khổng lồ cho việc quản lý hàng tồn kho, JIT đem lại lợi nhuận lớn, được các nhà sản xuất nhiệt liệt ủng hộ, tạo ra cuộc cách mạng trong các ngành công nghiệp sản xuất ô tô, thiết bị y tế, dược phẩm, ngành bán lẻ... Đến lượt mình JIT thúc đẩy những cải cách trong vận tải quốc tế, nơi đây những bài toán tối ưu được áp dụng rộng rãi, những con tàu container khổng lồ (trong đó có Ever Given) lần lượt ra đời... Nhờ có Internet và những tiến bộ trong vận tải quốc tế giúp xóa nhòa mọi khoảng cách địa lý, giúp có thể đưa các chuỗi cung ứng toàn cầu đến bất cứ nơi nào người ta muốn, và cứ thế

chuỗi cung ứng ngày một dài hơn, phức tạp hơn. Hãng thời trang Zara tổ chức thiết kế và cắt sản phẩm từ đại bản doanh, sau đó vận chuyển đến các nhà máy may ở gần thị trường tiêu thụ trên toàn thế giới, nhờ vậy tuần nào cũng cho ra sản phẩm mới. Hầu hết các nhà sản xuất ô tô ở châu Âu, Bắc Mỹ đều sử dụng con chip được sản xuất từ Đài Loan... JIT và các chuỗi cung ứng hiệu quả giúp thương mại quốc tế phát triển mạnh mẽ, nhưng CÁI GÌ QUÁ CŨNG KHÔNG TỐT! Cũng chính JIT và các chuỗi cung ứng làm cho các tập đoàn, các công ty và con người nói chung phụ thuộc vào nhau nhiều hơn, chỉ một trục trặc như một con tàu bị mắc cạn, một cuộc tấn công khủng bố trên mạng, ... cũng đủ làm cho hàng loạt chuỗi cung ứng đứt gãy, gây tổn thất to lớn cho kinh tế toàn cầu. Sự cố Ever Given bị mắc kẹt trên kênh đào Suez tháng 3 năm 2021 là một minh chứng. Cần phải tái cấu trúc các chuỗi cung ứng, thay các chuỗi cung ứng JIT bằng các chuỗi cung ứng có khả năng phòng ngừa rủi ro, thay các chuỗi cung ứng dài, phức tạp bằng các chuỗi cung ứng ngắn, giản đơn, nhưng bền vững hơn, khi phát triển các chuỗi cung ứng bên cạnh tính hiệu quả cần chú trọng tính nhanh nhạy, linh hoạt, chuẩn bị sẵn các phương án thay thế, để phòng ngừa rủi ro, khủng hoảng.

### **3. Chuỗi cung ứng toàn cầu trong bão dịch Covid-19**

Từ những phân tích nêu trên cho thấy, trong lòng các chuỗi cung ứng toàn cầu vốn ẩn chứa rất nhiều bất cập, sớm hay muộn cũng phải tái cấu trúc, phải dịch chuyển. Đại dịch Covid-19 là yếu tố kích hoạt để những bất cập của chuỗi cung ứng bộc lộ sớm hơn, rõ hơn, thức tỉnh nhân loại phải cải tổ các chuỗi cung ứng toàn diện hơn, khẩn cấp hơn, quyết liệt hơn.

Đầu tháng 1 năm 2020 đại dịch Covid-19 khởi phát tại Vũ Hán, nơi tập trung những công đoạn chủ chốt của rất nhiều chuỗi cung ứng toàn cầu. Đại dịch nhanh chóng lan sang các địa phương khác, rồi ra toàn thế giới, tạo thành đại dịch toàn cầu. Vũ Hán và các trung tâm công nghiệp lớn của Trung Quốc bị phong tỏa, hàng trăm triệu công nhân tạm nghỉ việc, các chuỗi cung ứng tại Trung Quốc tê liệt. Công xưởng sản xuất của thế giới tạm đóng cửa, hoạt động giao nhận, vận chuyển hàng hóa đình trệ, thiếu nguyên phụ liệu đầu vào, không có thị trường đầu ra, theo hiệu ứng domino các chuỗi cung ứng ô tô, điện tử, dệt may, da giày, thiết bị y tế, dược phẩm, đồ gỗ... theo nhau đứt gãy. Ngay trong tháng đầu của đại dịch chuỗi cung ứng của các hãng sản xuất lớn như Hasbro, Michael Kors, Versace, Jimmy Choo... lâm vào cảnh lao đao, Hyundai công bố ngừng hoạt động một số dây chuyền sản xuất ô tô do thiếu phụ tùng, tiếp theo đó hãng xe Fiat Chrysler cũng ngừng hoạt động dây chuyền ở Serbia do thiếu phụ tùng từ Trung Quốc...

Sang tháng thứ hai, tình hình bi đát hơn, kết quả khảo sát đối với 100 doanh nghiệp do phòng Thương mại Australia tại Thượng Hải thực hiện từ ngày 10-13/2 cho thấy, có



92% công ty cho rằng đại dịch Covid-19 tác động tiêu cực đến doanh thu của họ trong quý I năm 2020, hơn một nửa trong số đó cho rằng dịch bệnh có thể sẽ khiến cho doanh thu của họ trong quý I giảm hơn 20%. Kết quả khảo sát được thực hiện tại Trung Quốc do phòng Thương mại châu Âu và Đức công bố ngày 27-2 cũng cho thấy tác động của dịch COVID-19 là “toàn diện và nghiêm trọng”. Gần một nửa số doanh nghiệp được hỏi cho biết họ dự định hạ thấp mục tiêu kinh doanh năm 2020, trong đó 56% số doanh nghiệp cho biết Covid-19 dẫn đến việc nhu cầu về sản phẩm hoặc dịch vụ suy giảm, 25% số công ty EU dự kiến doanh thu năm 2020 sẽ giảm hơn 20%. Không chỉ ở các nước phát triển, chuỗi cung ứng ở các nước đang phát triển cũng nhanh chóng rơi vào tình trạng đứt gãy, tê liệt, nghiên cứu “Covid-19 thay đổi chuỗi giá trị toàn cầu như thế nào? Bài học từ Ethiopia và Việt Nam” được thực hiện bởi Francesca và cộng sự (2020) đã cho thấy rõ điều đó.

Những tháng tiếp theo tình trạng các chuỗi cung ứng toàn cầu còn tồi tệ hơn, Trung Quốc và nhiều quốc gia thực hiện phong tỏa để chống dịch, không có hàng, các hãng vận tải lớn như Maersk, MSC Địa Trung Hải, Hapag-Lloyd và CMA-CGM... đồng loạt giảm số lượng tàu trên các tuyến nối Trung Quốc và Hong Kong với Ấn Độ, EU, Canada, Hoa Kỳ và Tây Phi, ... Không chỉ đường biển, vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không cũng bị gián đoạn. Hệ thống vận tải toàn cầu, huyết mạch của các chuỗi cung ứng và cũng là của cả nền kinh tế thế giới, hoạt động yếu ớt, các cục máu đông (các cảng, bãi container, ga hàng hóa bị tạm thời đóng cửa) xuất hiện ngày càng nhiều. Các chuỗi cung ứng rơi vào vòng xoáy luẩn quẩn: sản xuất bị phong tỏa vì bệnh dịch, không có hàng hóa để vận chuyển, các hãng vận tải cắt giảm chuyến/lượt tàu, container rỗng ùn tắc tại một số cảng, không luân chuyển được, hội chứng “thiếu container rỗng” xảy ra khắp nơi, đặc biệt là các cảng Trung Quốc và châu Á. Đến khi bệnh dịch tạm lắng ở một số quốc gia, sản xuất phục hồi trở lại, thì không có container rỗng và không có tàu để vận chuyển, cước vận chuyển tăng từ 2-3 lần. Sự cố tàu Ever Given bị mắc kẹt trên kênh đào Suez chỉ là “giọt nước tràn ly”, đã khó càng thêm khó, một tuần kênh bị tắc, tàu và hàng ùn ứ, các chuỗi cung ứng hai đầu kênh đình trệ, mỗi ngày thương mại toàn cầu thiệt hại từ 1 – 1,5 tỷ USD. Kênh đã khai thông, nhưng các hãng tàu không nhận chở hàng đông lạnh từ Việt Nam đi Mỹ vì không có container lạnh rỗng, những hàng vận chuyển được thì cước vận chuyển tăng gấp 3 lần.

Đại dịch kéo theo sự đổ vỡ của các chuỗi cung ứng toàn cầu, đẩy nền kinh tế thế giới vào tình trạng bi đát chưa từng có, giữa năm 2020 lần lượt WB, rồi IMF đưa ra những dự báo rất đen tối như: Thương mại toàn cầu có thể giảm hơn 20%, GDP giảm 10 – 12 % trong năm 2020. Tuy nhiên, nhờ sự nỗ lực quyết cường của toàn nhân loại, bất cứ khi nào, nơi nào dịch bệnh tạm lắng là lập tức khôi phục sản xuất, cho đến cuối năm 2020, dù vẫn

là một năm “kinh tế toàn cầu suy thoái tồi tệ nhất trong vòng 100 năm qua”, nhưng những dự báo đã lạc quan hơn, hãy xem một vài con số mô tả nền kinh tế thế giới sau năm đầu vật lộn với bệnh dịch: Một nghiên cứu của nền tảng trực tuyến IG cho rằng, thương mại toàn cầu năm 2020 giảm 9,2% so với cùng kỳ năm ngoái, GDP thế giới 2020 giảm 5,2%, còn 83,19 nghìn tỷ USD, từ mức 89,94 nghìn tỷ USD của năm 2019. Phần sản lượng thiệt hại là 6,7 nghìn tỷ USD, tương đương với GDP của Đức và Pháp gộp lại, lớn gấp 3 lần thiệt hại mà khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 gây ra cho thế giới. Cũng theo ước tính của IG, 92% quốc gia và vùng lãnh thổ trên thế giới rơi vào suy thoái kinh tế trong năm nay, một tỷ lệ cao chưa từng thấy kể từ đại dịch đậu mùa vào thập niên 1870. Suy thoái diễn ra nghiêm trọng hơn cả ở những nền kinh tế phát triển như Mỹ, Nhật Bản và Liên minh châu Âu (EU). Trong đó kinh tế Mỹ và Nhật Bản giảm khoảng 10%, kinh tế Pháp và Italy giảm hơn 15% mỗi nước. Thậm chí, trong nửa đầu năm, tốc độ sụt giảm kinh tế hơn 20% đã được ghi nhận ở Anh và Tây Ban Nha. Đối với các nền kinh tế mới nổi, tốc độ suy giảm bình quân là 2,5%. Trung Quốc được xem là nền kinh tế lớn duy nhất của thế giới tăng trưởng trong năm nay, với mức tăng có thể đạt khoảng 1,9%.

Một số chuyên gia cho rằng: những thiệt hại nêu trên của nền kinh tế thế giới chỉ là do dịch bệnh gây ra, nên khi dịch bệnh lui, kinh tế sẽ phát triển trở lại, không cần phải tái cấu trúc. Tuy nhiên, những phân tích trong bài cho thấy các chuỗi cung ứng toàn cầu theo nhau đổ vỡ trong đại dịch còn là do những khiếm khuyết nội tại của chúng, nên cần thiết phải tái cấu trúc. Đại dịch Covid – 19 đã tạo ra cơ hội để tái cấu trúc, chuyển dịch các chuỗi cung ứng toàn cầu nhanh hơn, triệt để hơn. Và sự dịch chuyển của các chuỗi cung ứng sẽ tạo ra cơ hội cho một số quốc gia, trong đó có Việt Nam của chúng ta. Làm cách nào nắm bắt được cơ hội này? Đó là lời giải chúng ta cần tìm.

#### **4. Xu hướng chuyển dịch của các chuỗi cung ứng toàn cầu và khả năng nắm bắt cơ hội của Việt Nam**

##### **4.1. Xu hướng chuyển dịch của các chuỗi cung ứng toàn cầu**

Tái cấu trúc, chuyển dịch một chuỗi cung ứng, đặc biệt là chuỗi cung ứng toàn cầu là quá trình rất phức tạp, đòi hỏi phải phân tích kỹ lưỡng toàn bộ chuỗi cung ứng, cân nhắc, tính toán cẩn thận từng khâu, từng công đoạn, từng đối tác...trong từng điều kiện cụ thể, và rồi sẽ tìm ra những đáp án phù hợp cho từng chuỗi. Tuy nhiên, với hai điểm yếu chung của phần lớn chuỗi cung ứng toàn cầu hiện nay:

- Bị phụ thuộc sâu sắc vào Trung Quốc.
- Các chuỗi cung ứng toàn cầu dài, phức tạp, rất dễ bị tổn thương khi xảy ra rủi ro, khủng hoảng trong mạng lưới vận tải toàn cầu và Internet cần được chuyển dịch theo hai xu hướng sau:

Xu hướng thứ nhất: Chuyển chuỗi cung ứng ra khỏi Trung Quốc, trong đó sẽ chuyển những khâu/công đoạn quan trọng, chủ chốt, công nghệ cao về chính quốc, để nắm giữ quyền chủ động trong việc điều hành toàn chuỗi, còn các khâu gia công, chế biến thì sẽ chuyển sang các nước lân cận, để không bị “bỏ trứng vào một giỏ”, giúp giảm thiểu rủi ro khi thị trường Trung Quốc có “biến”. Vào đầu năm 2020, khi cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung lên đến đỉnh điểm, lại được bồi thêm bão dịch Covid-19, chính quyền các nước Bắc Mỹ, Tây Âu, Nhật Bản, Hàn Quốc, Úc... đưa ra những chính sách rất hấp dẫn để khuyến khích các doanh nghiệp của mình chuyển chuỗi cung ứng ra khỏi Trung Quốc, các quốc gia lân cận cũng tích cực chuẩn bị để đón làn sóng đầu tư, chuyển cơ sở sản xuất từ Trung Quốc sang, nhưng rồi chính quyền ở Mỹ thay đổi, dịch bệnh ở Trung Quốc tạm lắng, kinh tế Trung Quốc từng bước phục hồi, năm 2020 Trung Quốc là quốc gia lớn duy nhất có tăng trưởng kinh tế dương, dẫn đến làn sóng chuyển dịch các chuỗi cung ứng ra khỏi Trung Quốc cũng tạm lắng theo. Điều này có thể lý giải, dù chính quyền và các nhà đầu tư mong muốn chuyển chuỗi cung ứng ra khỏi Trung Quốc, nhưng mục tiêu tối thượng của nhà đầu tư vẫn là lợi nhuận (cho dù bên cạnh đó có những mục tiêu khác), cho đến nay vẫn chưa có quốc gia nào thay thế được Trung Quốc cả về quy mô thị trường lẫn năng lực sản xuất. Vì vậy, muốn đón được làn sóng đầu tư dịch chuyển chuỗi cung ứng từ Trung Quốc sang thì chỉ còn cách tích cực chuẩn bị những điều kiện hấp dẫn, chỉ ít không kém hơn Trung Quốc.

Xu hướng thứ hai: Chuyển các chuỗi cung ứng toàn cầu dài, phức tạp, tiềm ẩn nhiều rủi ro thành các chuỗi cung ứng ngắn hơn, giản đơn hơn, linh hoạt hơn, cân bằng hơn và bền vững hơn. Để đón xu hướng này, một lần nữa chúng ta lại phải chuẩn bị sẵn sàng để làm người thay thế. Muốn là người thay thế ta cần hiểu rõ nhà đầu tư muốn gì để chuẩn bị. Kết quả Khảo sát 867 nhà lãnh đạo tài chính toàn cầu về Covid-19 do PwC công bố vào tháng 5 năm 2020, cho thấy: Trả lời cho câu hỏi: “Hậu Covid-19, Quý vị đang có kế hoạch thay đổi lĩnh vực nào trong chiến lược chuỗi cung ứng? Xin vui lòng chọn ba lĩnh vực cấp bách nhất”, các đáp viên đã lựa chọn như sau:

- Xác định và phát triển thêm nguồn cung thay thế: 51%
- Muốn hiểu rõ hơn về tình hình tài chính và hoạt động của các nhà cung cấp hiện nay và trong tương lai: 45%
- Thay đổi các điều khoản hợp đồng (Ví dụ: thay đổi điều khoản một cách linh hoạt và bảo vệ doanh nghiệp khỏi các điểm yếu): 45%
- Áp dụng tự động hóa để cải thiện tốc độ và độ chính xác của quá trình đưa ra quyết định: 37%
- Sử dụng công cụ để hiểu rõ hơn yêu cầu của khách hàng (Ví dụ: thay đổi hỗn hợp dịch vụ, hiểu rõ hơn về lý do đặt hàng): 31%

- Nâng cao tính minh bạch của hệ thống nhà cung cấp (Ví dụ: cảnh báo rủi ro, phương pháp hoạch định theo kịch bản): 30%
- Cải thiện các biện pháp ngăn ngừa rủi ro (Ví dụ: bảo hiểm thiên tai, điều khoản bất khả kháng linh hoạt hơn): 30%
- Đa dạng hóa địa điểm lắp ráp và / hoặc địa điểm cung cấp dịch vụ (Ví dụ: góp phần tuân thủ với pháp luật, rút ngắn thời gian cung cấp thành phẩm): 20%.

#### **4.2. Những việc cần làm để nắm bắt cơ hội**

Để kéo các chuỗi cung ứng toàn cầu chuyển dịch về đất nước mình, thu hút các nhà đầu tư và dòng vốn đầu tư quốc tế về với mình, người ta thường nghĩ ngay đến sự hấp dẫn về quy mô thị trường, những chính sách ưu đãi về thuế, về giá thuê đất, những quy định về môi trường, thủ tục đầu tư, nguồn nhân lực có kỹ năng và cơ sở hạ tầng logistics với chất lượng tốt. Để có thể thay thế cho các doanh nghiệp Trung Quốc trong các chuỗi cung ứng toàn cầu, thì Việt Nam không thể dùng lợi thế quy mô thị trường, dù thị trường 100 triệu dân không phải là nhỏ, nhưng thị trường 1,4 tỷ dân của Trung Quốc quá khổng lồ, không quốc gia nào có thể đương địch nổi, nên Trung Quốc luôn là miếng bánh hấp dẫn đối với tất cả mọi nhà đầu tư, không ai muốn từ bỏ; Về chính sách ưu đãi về đất đai, chúng tôi cho rằng không nên lạm dụng, bởi Việt Nam “đất chật, người đông”, “tác đất, tác vàng”, không thể cho thuê đất với giá quá rẻ, về lâu về dài sẽ gây thiệt hại lớn cho đất nước; Cũng không thể mãi thu hút FDI bằng chính sách ưu đãi thuế, làm như vậy chúng ta chỉ còn thu được lợi ích từ giải quyết công ăn việc làm cho người lao động, hơn thế nữa còn tạo ra sự bất bình đẳng với các nhà đầu tư trong nước, làm cho khối doanh nghiệp nội địa không thể phát triển; Lại càng không thể nhân nhượng trong chính sách liên quan đến môi trường, một khi môi trường sống bị hủy hoại thì rất khó khôi phục lại, cái giá phải trả quá đắt. Bằng phương pháp loại trừ chúng tôi cho rằng: để có thể kéo các chuỗi cung ứng toàn cầu chuyển dịch về nước mình, chúng ta cần tập trung đào tạo nguồn nhân lực chất lượng cao và từng bước xây dựng cơ sở hạ tầng logistics chất lượng tốt.

- Đào tạo nguồn nhân lực chất lượng cao: Đây là biện pháp quan trọng nhất, đặt nền tảng cho tất cả các biện pháp khác. Để làm được việc này cần tiến hành cải cách toàn diện hệ thống giáo dục Việt Nam ở mọi cấp học, với mục tiêu đào tạo nguồn nhân lực đáp ứng yêu cầu của các chuỗi cung ứng toàn cầu. Ở bậc giáo dục mầm non và phổ thông cần trang bị cho người học kiến thức văn hóa chuẩn xác, vững vàng, giúp người học có thể phân biệt đúng sai, vì vậy cần một bộ sách giáo khoa chuẩn, không nên dùng nhiều bộ sách như hiện nay. Bên cạnh đó cần thực hiện giáo dục toàn diện giúp người học có sức khỏe tốt, biết chăm sóc và rèn luyện bản thân; Có đạo đức tốt, biết yêu thương bản thân, yêu thương giúp đỡ mọi người xung quanh, có trách nhiệm với con người và công việc; Có kỹ năng sống tốt; Có ý thức bảo vệ môi trường... Sau bậc phổ thông sẽ được

đào tạo ở bậc trung cấp, trường nghề, cao đẳng, đại học... Tại đây sẽ cung cấp cho người học kiến thức chuyên môn, nghiệp vụ vững vàng, bên cạnh đó phải trang bị về ngoại ngữ, tin học đáp ứng tiêu chuẩn quốc tế. Không chỉ đào tạo lý thuyết mà chú trọng đào tạo khả năng thực hành, vận dụng các kiến thức đã học vào thực tế, chủ động sáng tạo trong công việc và cuộc sống... Trước mắt, để có thể nắm bắt được cơ hội trong giai đoạn hiện tại cần ưu tiên đào tạo, huấn luyện nâng cao nhận thức của doanh nghiệp về chuỗi cung ứng và thay đổi văn hóa tổ chức cho phù hợp với chuỗi. Kết quả nghiên cứu của chúng tôi cho thấy, để có đủ điều kiện tham gia vào các chuỗi cung ứng toàn cầu, doanh nghiệp Việt Nam cần khắc phục một số nhược điểm cơ bản, đây là vấn đề không đơn giản, không thể thực hiện một sớm một chiều. Bởi chuỗi cung ứng và quản trị chuỗi cung ứng còn là vấn đề khá mới đối với nhiều doanh nghiệp Việt Nam, muốn ứng dụng cái mới phải thay đổi nhận thức và tư duy. Và đặc biệt khó là những vấn đề đụng chạm đến văn hóa (văn hóa dân tộc và văn hóa tổ chức). Người Việt Nam vốn rất thương yêu nhau, sẵn sàng san sẻ cho nhau mỗi khi gặp khó khăn, hoạn nạn, nhưng trong làm ăn kinh tế thì lại có tư tưởng “đền nhà ai nấy rặng”, không muốn liên kết chia sẻ cùng nhau! Chúng ta thường nói đến chữ “tín”, đến “niềm tin”, nhưng trong hành động lại không đặt chữ “tín” lên hàng đầu! Người Việt Nam “trọng tình” hơn “trọng lý” nên không chú trọng đến tính chặt chẽ của các cam kết và cũng thường “du di” khi thực hiện cam kết; Người Việt Nam thường không cởi mở trao đổi thông tin trong làm ăn. Những đặc tính vừa nêu không phù hợp với “văn hóa chuỗi”. Muốn tham gia chuỗi cung ứng cần phải thay đổi. Theo chúng tôi, để nâng cao nhận thức của doanh nghiệp về chuỗi cung ứng và thay đổi văn hóa tổ chức cho phù hợp với chuỗi, chỉ có thể thực hiện được bằng con đường duy nhất - giáo dục đào tạo.

Để nâng cao nhận thức về chuỗi cung ứng và quản trị chuỗi cung ứng cho các doanh nghiệp xin đề xuất các giải pháp sau:

1. Nhóm giải pháp phổ biến kiến thức đại cương về chuỗi cung ứng.
2. Nhóm giải pháp nâng cao trình độ hiểu biết về chuỗi cung ứng cho các lãnh đạo doanh nghiệp.
3. Nhóm giải pháp đào tạo chuyên sâu về quản trị chuỗi cung ứng cho các chuyên gia.

Trong đó, để phổ biến kiến thức đại cương về chuỗi cung ứng cần thiết lập trang “Chuỗi cung ứng toàn cầu và Việt Nam” trên cổng điện tử Chính phủ, hoặc cổng điện tử của Bộ Công Thương, Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam, nhằm cung cấp miễn phí cho các doanh nghiệp những kiến thức cơ bản về chuỗi cung ứng và thông tin về các chuỗi, để tạo màng nhận thức cho xã hội và các doanh nghiệp về chuỗi cung ứng và lợi ích của việc tham gia chuỗi cung ứng; tiến hành hỗ trợ huấn luyện và hỗ trợ tư vấn kỹ thuật cho các doanh nghiệp có nhu cầu ứng dụng chuỗi cung ứng. Bên cạnh đó, đẩy

manh việc phát hành các ấn phẩm, sách báo, các tài liệu bằng tiếng Việt và các ngoại ngữ, chủ yếu là tiếng Anh, để phổ biến kiến thức đại cương về chuỗi cung ứng và quản trị chuỗi cung ứng. Các cơ quan Nhà nước, các Bộ, trường, viện cần dành một quỹ nhất định để mua, biên soạn, dịch và phổ biến rộng rãi các tài liệu về chuỗi cung ứng cho các doanh nghiệp, bên cạnh đó, cần tận dụng triệt để các nguồn từ bên ngoài để có được những tài liệu cập nhật nhất về chuỗi cung ứng để cung cấp cho các doanh nghiệp. Bên cạnh đó cần phổ biến các tài liệu về Đạo đức kinh doanh, Văn hóa tổ chức, Đàm phán và soạn thảo các cam kết/hợp đồng... Xây dựng các mô hình văn hóa tổ chức phù hợp với “văn hóa chuỗi”, xem trọng chữ “tín”, cam kết và minh bạch, cởi mở chia sẻ thông tin. Các Đại học có khả năng của Việt Nam đã và đang liên kết với các Đại học uy tín trên thế giới mở ngành (Khoa/Bộ môn) Quản trị Chuỗi cung ứng để đào tạo nguồn nhân lực đáp ứng yêu cầu Quản trị các chuỗi cung ứng toàn cầu trong thời đại CMCN 4.0. Các Khoa/ bộ môn này đang từng bước đi vào hoạt động, nhưng còn nhiều khó khăn về chương trình, giáo trình và đội ngũ cán bộ giảng dạy. Con đường ngắn nhất giúp nâng cao chất lượng đào tạo của ngành học non trẻ này là tận dụng các quỹ tài trợ trong và ngoài nước giúp giảng viên và sinh viên có thể tham gia các dự án triển khai các chuỗi cung ứng trong thực tế. Thực hiện Nghị quyết số 01/NQ-CP của Chính phủ về nhiệm vụ, giải pháp chủ yếu thực hiện Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội, trong 8 tháng đầu năm 2020 Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn đã xây dựng và phát triển mô hình chuỗi cung ứng nông lâm thủy sản an toàn với 1.612 chuỗi, với 2.346 sản phẩm và 2.989 địa điểm bán sản phẩm đã kiểm soát theo chuỗi. Trong các chuỗi này, có sự tham gia của khoảng 100 hợp tác xã, 250 công ty, trong đó có một số tập đoàn lớn. Cần tạo điều kiện cho giảng viên và sinh viên ngành Quản trị chuỗi cung ứng tiếp cận với những chuỗi này để điều tra, khảo sát, học hỏi, đúc rút kinh nghiệm, điều này sẽ mang lại lợi ích to lớn cho tất cả các bên tham gia.

- Từng bước xây dựng cơ sở hạ tầng logistics đáp ứng yêu cầu của các chuỗi cung ứng

Muốn thu hút được các chuỗi cung ứng toàn cầu thì cần có cơ sở hạ tầng logistics phù hợp. Hiện nay cơ sở hạ tầng logistics của Việt Nam còn chưa đồng bộ, chất lượng yếu kém, chưa đáp ứng yêu cầu. Việt Nam có bờ biển dài và hệ thống sông ngòi chằng chịt, nhưng thời gian qua mới chỉ tập trung xây dựng cảng biển, không chú ý khai thác đường sông, hệ thống đường kết nối với cảng cũng chưa đồng bộ, có những cảng lớn xây xong phải chờ đường vài ba năm, nên không hiệu quả. Trên bộ chúng ta cũng chỉ mới đủ sức đầu tư cho đường ô tô, nhưng thiếu vốn nên cũng chưa hoàn chỉnh, đường chỉ làm từng đoạn, đoạn sau chưa xong thì đoạn trước đã hỏng, cầu làm xong nhưng đường dẫn lên cầu chưa có... còn đường sắt thì đành lãng quên. Các tỉnh đua nhau xây dựng sân bay, có địa phương xin xây vài ba sân bay, nhưng không tính đến hiệu quả...

Xây dựng hệ thống cơ sở hạ tầng logistics đồng bộ, đáp ứng yêu cầu của các chuỗi cung ứng là công việc “đại sự quốc gia” do bộ Giao thông vận tải, bộ Tài chính, cùng các cơ quan có thẩm quyền quyết định, chỉ xin đóng góp 2 ý kiến:

- Đã đến lúc cần dứt khoát thay đổi tư duy, không thể cứ mãi manh mún, chắp vá, xé nhỏ... như vẫn quen làm, nếu cứ tiếp tục như vậy thì chúng ta mãi mãi không thể có hệ thống cơ sở hạ tầng logistics đồng bộ.
- Khi thiết kế và xây dựng sân bay, nhà ga, bến cảng, hệ thống kho bãi, trung tâm logistics... thì luôn phải tính đến khả năng áp dụng công nghệ số, tự động hóa trong các công trình này, chỉ có như vậy mới đáp ứng được yêu cầu của các chuỗi cung ứng hiện đại.

### **Tài liệu tham khảo**

Việt Anh, Covid-19 tạo bất ổn toàn thế giới. VnExpress, Thế giới, 12/3/2020.

Chí Công, Thúc đẩy doanh nghiệp tham gia chuỗi giá trị toàn cầu, Báo Nhân dân, 11/3/2020.

David Blanchard, Supply chain management: Best practices, 2010.

Francesca De Nicola, Jonathan Timmis và Asya Akhlaque, “COVID - 19 thay đổi Chuỗi Giá trị Toàn cầu như thế nào? Bài học từ Ethiopia và Việt Nam”  
<https://blogs.worldbank.org/vi/eastasiapacific/covid-19-thay-doi-chuoi-gia-tri-toan-cau-nhu-nao-bai-hoc-tu-ethiopia-va-viet-nam>, 10/9/2020

“Khảo sát lãnh đạo tài chính toàn cầu về COVID-19” do PwC công bố vào tháng 5 năm 2020.  
<https://www.pwc.com/vn/vn/publications/vietnam-publications/supply-chain-of-tomorrow.html> , 4/5/2020

Lam Thanh, TS Vũ Tiến Lộc: nhiều doanh nghiệp dệt may, điện tử... có thể khó cầm cự đến hết quý 1, Motthegioi.vn, 25/2/2020.

Michael Hugos, Essentials of Supply Chain Management, 2003.

Minh Long, Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn đã xây dựng và phát triển mô hình chuỗi cung ứng nông lâm thủy sản an toàn, cả nước đã có 1.612 chuỗi. <https://vov.vn/kinh-te/hon-1600-chuoi-cung-ung-nong-lam-thuy-san-an-toan-1089570.vov>, 30/8/2020

Nguyễn Hoài Nam, Xu hướng dịch chuyển đầu tư và chuỗi cung ứng toàn cầu dưới tác động của dịch bệnh COVID19 và những vấn đề đặt ra đối với Việt Nam.  
<https://tapchiconsan.org.vn/web/guest/kinh-te/-/2018/820437/xu-huong-dich-chuyen-dau-tu-va-chuoi-cung-ung-toan-cau-duoi-tac-dong-cua-dich-benh-covid-19-va-nhung-van-de-dat-ra-doi-voi-viet-nam.aspx#>, 13/11/2020

Trần Ngọc, Dịch chuyển chuỗi cung ứng toàn cầu đem đến cơ hội mới cho Việt Nam,  
<https://vov.vn/kinh-te/dich-chuyen-chuoi-cung-ung-toan-cau-dem-den-co-hoi-moi-cho-viet-nam-783944.vov> , 7/10/2020

Số liệu của WB, IMF, Tổng cục Hải Quan, Tổng cục Thống kê và Bộ Công Thương Việt Nam.

HỘI THẢO KHOA HỌC QUỐC GIA  
ĐỊNH HÌNH LẠI HỆ THỐNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU VÀ CHIẾN LƯỢC CỦA VIỆT NAM

Shixin Chen, Phó chủ tịch ADB, Việt Nam có thể mất 26% việc làm do việc đưa sản xuất về “chính quốc”, Thanh Niên, 3/3/2020

Đoàn Thị Hồng Vân và nhóm nghiên cứu, Nghiên cứu chuỗi cung ứng và giải pháp để các doanh nghiệp Việt Nam có thể tham gia chuỗi cung ứng toàn cầu, đề tài NCKH cấp Bộ, mã số B2008-09-51.



## 28.

# TÁI CẤU TRÚC CHUỖI CUNG ỨNG TOÀN CẦU: CHIẾN LƯỢC NÀO CHO THƯƠNG MẠI VIỆT NAM?

**Tô Công Nguyên Bảo \***  
**Nguyễn Khắc Quốc Bảo\***  
**Nguyễn Thị Uyên Uyên\***  
**Hồ Thu Hoài\***

### **Tóm tắt**

*Covid-19 là chất xúc tác khiến các bất ổn toàn cầu vốn dĩ đã tồn tại càng nghiêm trọng và khó lường. Đại dịch cũng giúp thế giới nhận ra những hạn chế từ chuỗi cung ứng hiện hữu, và những quốc gia tham gia tích cực vào chuỗi giá trị toàn cầu (GVC) như Việt Nam cần phải định hình lại chiến lược thương mại của mình. Khả năng đổ vỡ hệ thống hoàn toàn có thể xảy ra nếu chuỗi cung ứng phụ thuộc quá mức vào một mắt xích, đặc biệt khi mắt xích đó gặp phải những trục trặc. Hơn nữa, sự phát triển của công nghệ góp phần hình thành nhiều hình thái sản xuất mới, các công ty có xu hướng giảm sự phân tán sản xuất và dịch chuyển gần hơn đến thị trường tiêu thụ. Trong lúc này, đừng nhầm lẫn đại dịch là cơ hội, mà chỉ là thời khắc giải tỏa áp lực cho Việt Nam, khi mà việc tái cấu trúc chuỗi cung ứng toàn cầu là quy luật tất yếu. Cục diện thay đổi cho quốc gia nào đã chuẩn bị các giải pháp, nguồn lực và gia tăng nội lực từ trước. Kiểm soát tốt đại dịch và ổn định kinh tế vĩ mô có lẽ là chiến lược “marketing” tốt nhất cho Việt Nam hiện nay. Không có lợi ích nào là miễn phí, Việt Nam phải tiếp tục cải thiện môi trường kinh doanh, nâng cao năng lực cạnh tranh, đồng thời giảm mức độ thâm dụng nguyên liệu nhập khẩu trong hàng hóa xuất khẩu, đây là thước đo độ sâu và hiệu quả trong chuỗi cung ứng toàn cầu.*

**Từ khóa:** *Bất ổn toàn cầu, Covid-19, chuỗi cung ứng, thương mại.*

---

\*Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [baotcn@ueh.edu.vn](mailto:baotcn@ueh.edu.vn)

## **1. Bất ổn toàn cầu và sự đứt gãy chuỗi cung ứng**

### ***Đại dịch khiến các bất ổn toàn cầu trở nên nghiêm trọng hơn***

Đã hơn 1 năm từ khi thế giới ghi nhận ca nhiễm Covid-19 đầu tiên, các quốc gia vẫn đang đối mặt với nhiều nguy cơ tiềm ẩn khi mà các làn sóng dịch bệnh từ nhiều biến chủng khác nhau vẫn đang xuất hiện, có khả năng dẫn đến những hệ lụy nghiêm trọng. Thời thế - Thích ứng - Tương lai là những vấn đề được xem xét trong bài tham luận này. Mọi thứ đang trở nên khác đi khi mà cú sốc phi truyền thống từ Covid-19 vẫn đang len lỏi đến từng ngõ ngách đời sống, làm thay đổi cục diện kinh tế, và chính trị toàn cầu. Có những thứ sẽ không bao giờ trở lại quỹ đạo cũ và không có giải pháp hay chính sách nào là hoàn hảo tuyệt đối, liệu chẳng mỗi nền kinh tế, từ Chính phủ đến người dân cần phải chủ động thay đổi, thích nghi để cùng nhau mở ra một chu kỳ phát triển mới. Ngân hàng Thế giới (WB) từng nhận định đại dịch Covid-19 là một cú sốc dai dẳng và bất định bắt nguồn từ quá trình giãn cách, cách ly xã hội với quy mô lớn trên từng quốc gia, vùng lãnh thổ và lan rộng khắp toàn cầu.

Tình thế hiện nay cho thấy các bất ổn toàn cầu càng trở nên nghiêm trọng hơn so với trước đây. Đại dịch có lẽ là chất xúc tác làm cho sự đối đầu vì mâu thuẫn lợi ích giữa các quốc gia trở nên căng thẳng hơn bao giờ hết, trong đó có sự trỗi dậy của chủ nghĩa bảo hộ. Minh chứng điển hình là cuộc chiến tranh thương mại Mỹ-Trung, quá trình Brexit ở Anh, hay hành động Mỹ đơn phương dán nhãn thao túng tiền tệ với các đối tác thương mại song phương, xen lẫn đó là cạnh tranh địa chính trị leo thang giữa các cường quốc nhằm thiết lập lại trật tự thế giới. Ở góc độ kinh tế, tính đến tháng 03/2021, các gói giảm đau kinh tế khổng lồ cũng lần lượt được các nước đưa ra, riêng nhóm nước là thành viên của Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) có tổng giá trị các gói hơn 30.000 tỷ USD (ADB, 2021). Gói hỗ trợ kinh tế lớn nhất thế giới với hơn 10.000 tỷ USD đến từ Mỹ, chiếm 47,05% GDP năm 2019 của nước này, Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) cũng đã tung ra các gói hỗ trợ kinh tế khoảng 5.608 tỷ USD. Tuy nhiên sự lan tỏa và mức độ hiệu quả của các gói hỗ trợ này cần phải có thêm thời gian kiểm chứng, và trong bối cảnh hiện nay các nền kinh tế vẫn đang “ngập” trong tiền, thanh khoản bị gián đoạn, tiềm ẩn nguy cơ về thâm hụt ngân sách, nợ công, nợ nước ngoài tiếp tục tăng cao. Quan trọng hơn, xuất hiện sự đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu và sự đảo chiều của các dòng vốn quốc tế. Đồng thời, một bất ổn khác chính là chủ nghĩa đơn phương đang dần lớn mạnh. Dấu hiệu này có thể nhận biết thông qua sự suy yếu của các thiết chế đa phương như Liên Hợp Quốc (UN) và Tổ chức Y tế Thế giới (WHO) trong cách thức phòng chống Covid-19; Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) trong vai trò giải quyết các tranh chấp thương mại.

Những bất định hiện nay đi kèm với diễn biến phức tạp và khó lường, cùng với những thảm họa như Covid-19 càng khiến mỗi quốc gia phải chủ động tự cường trong mọi mặt

từ kinh tế đến chính trị. Mức độ chống chịu của các nền kinh tế đang suy yếu, áp lực cạnh tranh quốc tế càng lớn, thậm chí là phải cạnh tranh ngay trên chính sân nhà. Ngay lúc này, nếu một quốc gia nào phụ thuộc quá nhiều vào ngoại lực bên ngoài, điển hình như trường hợp các quốc gia đang phụ thuộc vào mắt xích Trung Quốc trong chuỗi cung ứng có thể phải đối mặt với những rủi ro từ các cú sốc như chiến tranh thương mại, Covid-19, hoặc sự trỗi dậy của chủ nghĩa đơn phương nhằm khẳng định vị thế cường quốc dẫn dắt thế giới. Hệ miễn dịch của các nền kinh tế đã suy giảm mạnh sau những làn sóng dịch bệnh, dư địa trong chính sách của các quốc gia cũng sụt giảm và khả năng chống chịu trong dài hạn sẽ càng trở nên khó khăn.

### ***Sự đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu: Nguyên nhân tức thời hay quy luật tất yếu?***

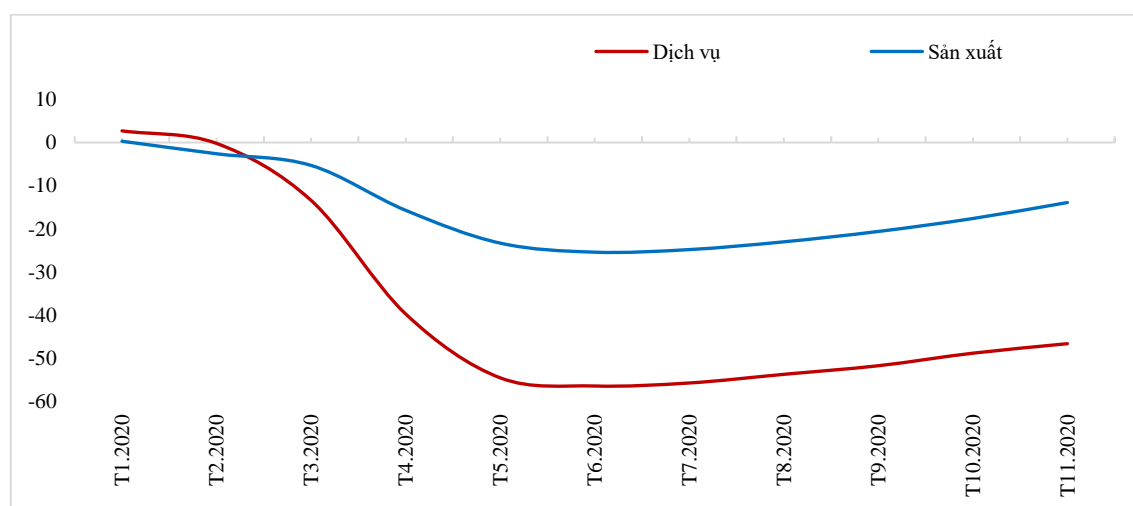
Đại dịch đã gây ra cú sốc cung và cú sốc cầu cho các nền kinh tế trên thế giới, cộng hưởng ở nhiều lĩnh vực khác nhau từ thương mại, du lịch, cung cầu thị trường hàng hóa, tâm lý chi tiêu, và niềm tin của nhà đầu tư. Báo cáo của WB năm 2020 cũng đã ghi nhận hơn 93% các quốc gia có thu nhập bình quân đầu người giảm, một con số kỷ lục trong 150 năm qua. Các biện pháp phòng chống Covid-19 như đóng cửa biên giới, hạn chế xuất nhập cảnh khiến hoạt động thương mại và chuỗi giá trị toàn cầu bị gián đoạn và đứt gãy, đặc biệt là các đầu tàu của chuỗi cung ứng như Mỹ, Trung Quốc, Nhật Bản, Đức, Liên minh Châu Âu (EU). Một cách trùng hợp ngẫu nhiên là các quốc gia này đều chịu sự tàn phá nặng nề từ Covid-19. Mức độ tập trung các cơ sở sản xuất, kinh doanh của 1.000 nhà cung ứng lớn nhất thế giới có đến 12.000 cơ sở tại các khu vực bị cách ly bởi Covid-19, phần lớn đều ở Trung Quốc (VRDF, 2020). Việc này giải thích tại sao lại có sự đứt gãy trong chuỗi cung ứng toàn cầu và tác động nghiêm trọng đến hoạt động thương mại, khi mà chuỗi giá trị toàn cầu (GVC) chiếm hơn 50% giá trị thương mại quốc tế. Ngoài ra, một yếu tố khác đáng cân nhắc đó là việc áp dụng chuyển đổi số trong hoạt động sản xuất, kinh doanh, điều này có thể khiến các quốc gia tăng cường việc tự động hóa để cải thiện năng lực sản xuất và rút lui khỏi GVC nhằm nội địa hóa nền kinh tế.

Đứt gãy chuỗi cung ứng làm tê liệt hoạt động sản xuất do thiếu nguyên vật liệu, thiếu lực lượng lao động, nhu cầu chi tiêu giảm, hệ thống và cách thức vận chuyển hạn chế, đây được xem như là một cú sốc cung của mỗi quốc gia. Nghiên cứu của nhóm chuyên gia từ WB đã cung cấp bằng chứng về năng suất toàn cầu giảm 4% sau ba năm khi bốn dịch bệnh SARS, MERS, Ebola và Zika xuất hiện từ năm 2000. Điều này hàm ý một viễn cảnh tồi tệ hơn với Covid-19, khi mà mức độ ảnh hưởng của đại dịch còn nguy hiểm hơn so với trước đây. Cũng cần nói rõ rằng, trước khi Covid-19 bùng nổ thì sự dịch chuyển và đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu còn đến từ các đòn trừng phạt lẫn nhau trong thương chiến Mỹ - Trung. Có thể nhận thấy Trung Quốc đã trở thành mục tiêu bị hướng tới, các quốc gia như Mỹ và Nhật Bản đều có những chính sách hỗ trợ các công ty đang có cơ sở

sản xuất tại Trung Quốc hồi hương. Hành động này không chỉ trừng phạt nơi nghi ngờ bắt nguồn của Covid-19 mà sâu xa hơn là hạn chế sự phụ thuộc quá nhiều vào Trung Quốc, một hành động “tháo nút” khỏi nơi được xem là công xưởng của thế giới, một mắt xích lớn trong chuỗi cung ứng toàn cầu. Thực tế cho thấy, các ngành công nghiệp trên thế giới đang quá phụ thuộc vào Trung Quốc, đặc biệt là các nhóm ngành công nghiệp chế tạo ô tô, máy tính, điện tử, dệt may, dược.

Đại dịch càng khiến chuỗi cung ứng toàn cầu gặp khó khăn hơn so với trước, ảnh hưởng nghiêm trọng đến hoạt động thương mại, dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) và GVC. Nguyên nhân đến từ các quốc gia đóng vai trò mắt xích quan trọng trong chuỗi cung ứng lại là những nơi bị ảnh hưởng nghiêm trọng nhất bởi đại dịch. Số liệu thống kê cho thấy, tăng trưởng thương mại toàn cầu giảm 9,5% trong năm 2020 (WB, 2021). Đồng thời chỉ số quản lý thu mua (PMI) sụt giảm đáng kể trong giai đoạn đầu của đại dịch (Hình 1), mặc dù có dấu hiệu phục hồi trong những tháng gần đây nhưng để quay lại như thời điểm đầu năm 2020 có lẽ cần phải có thêm thời gian và phải kiểm soát tốt Covid-19.

**Hình 1. Chỉ số PMI sản xuất và dịch vụ toàn cầu, T1.2020 - T11.2020**

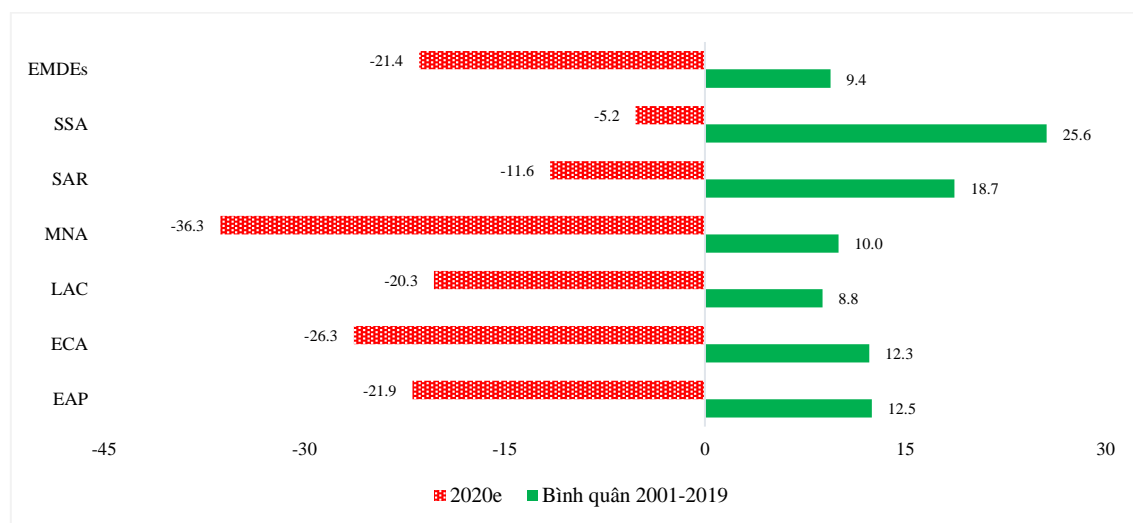


*Nguồn: Tô Công Nguyên Bảo & cộng sự (2021), dữ liệu trích xuất từ WB.  
Chú ý: giá trị cơ sở là 50.*

Song song đó, các nền kinh tế cũng chứng kiến xu hướng “quay đầu” của dòng vốn quốc tế, đặc biệt là dòng vốn FDI (Hình 2), điều này cho thấy sự bi quan của các nhà đầu tư trước những bất ổn của thế giới. Số liệu cũng cho thấy dòng vốn tư nhân nước ngoài đổ vào các nền kinh tế đang phát triển đã giảm khoảng 700 tỷ USD trong năm 2020 vừa qua, cao hơn 60% so với cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009. Những bất ổn toàn cầu, chủ nghĩa bảo hộ gia tăng, khuynh hướng ưu tiên thị trường nội địa, sự thoái trào của toàn cầu hóa và đứt gãy trong chuỗi cung ứng có thể được xem là những nguyên

nhân chính. Việc dòng vốn FDI suy giảm cũng đã được Hội nghị Liên Hiệp Quốc về Thương mại và Phát triển (UNCTAD) dự báo ở mức giảm 40% trên toàn cầu, xuống dưới 1.000 tỷ USD so với 1.600 tỷ USD của năm 2019, đây là mức thấp nhất kể từ năm 2005. Như vậy, những ảnh hưởng vừa qua đã tạo ra một sự thoái trào trong làn sóng toàn cầu hóa. Điều này cộng hưởng với trào lưu khu vực hóa và sự quay lại thị trường nội địa của các nước sẽ có khả năng dẫn đến việc hình thành một xu hướng toàn cầu hóa theo kiểu mới, hình thành một vòng lưu thông hàng hóa mới. Nội dung này sẽ được trình bày chi tiết hơn ở phần tiếp theo.

**Hình 2. Dòng vốn FDI vào các nước đang phát triển và mới nổi (EMDEs) (%)**



*Nguồn: Nguyễn Khắc Quốc Bảo & Tô Công Nguyên Bảo (2021), dữ liệu trích xuất từ WB, IMF, IIF.  
Chú ý: EAP = East Asia and Pacific, ECA = Europe and Central Asia, LAC = Latin America and the Caribbean, MNA = Middle East and North Africa, SAR = South Asia, SSA = Sub-Saharan Africa.*

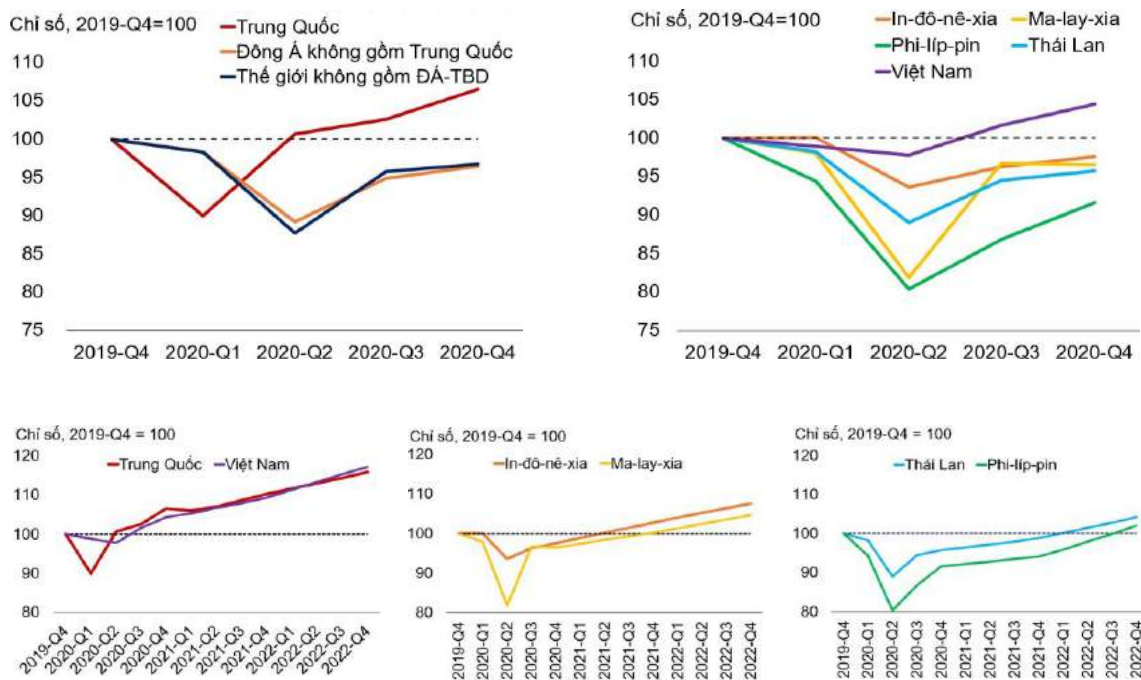
## 2. Thế giới dần định hình lại chuỗi cung ứng toàn cầu giai đoạn hậu đại dịch

### ***Phục hồi kinh tế hậu Covid-19: Trạng thái phân lập và điểm gãy xuất hiện***

Trong giai đoạn đầu của đại dịch, các quốc gia dường như “mắc kẹt” trong câu hỏi làm thế nào để thoát khỏi một trong những cuộc khủng hoảng nặng nề nhất lịch sử và khôi phục trở lại nền kinh tế. Có một sự thừa nhận rằng đại dịch mới là nguyên nhân trọng yếu ảnh hưởng tiêu cực đến kinh tế chứ không phải từ các biện pháp y tế được áp dụng. Do đó, việc ưu tiên chủ động phòng chống, kiểm soát Covid-19 mới thật sự là chìa khóa để trả lời liệu nền kinh tế có thể phục hồi và tăng trưởng, minh chứng là trường hợp hồi phục tăng trưởng chữ V của Việt Nam (2,91%), Trung Quốc (2,3%), những điểm sáng của bản đồ kinh tế thế giới năm 2020. Sự thành công trong công tác chống dịch, kết hợp với những giải pháp từ chính sách tiền tệ và tài khóa tiếp tục củng cố triển vọng phục hồi nền kinh tế ở các quốc gia này,

góp phần rút ngắn khoảng cách hoặc/và bỏ xa các quốc gia khác trong bản đồ kinh tế thế giới, đây chính là trạng thái phân lập trong phục hồi kinh tế hậu đại dịch. Bên cạnh đó, nhu cầu chi tiêu, đầu tư, và hoạt động thương mại toàn cầu đang có dấu hiệu phục hồi do các biện pháp phong tỏa đã được nói lỏng hoặc dỡ bỏ ở một số quốc gia. Tuy nhiên, không phải quốc gia nào cũng cho thấy sự phục hồi nhanh chóng, điều này có thể giải thích từ sự chần chừ trong công tác phòng chống đại dịch ngay từ ban đầu, đó là khi các quốc gia chưa dám đánh đổi kinh tế trong ngắn hạn để hướng đến thành quả dài hạn, xem thường mức độ nguy hại của dịch bệnh. Và câu chuyện ở thời điểm này chính là làm thế nào để có thể thực thi chiến dịch tiêm vắc-xin một cách đồng bộ, nhanh chóng, đồng thời kết hợp với những gói hỗ trợ kinh tế đã và sẽ tiếp tục đưa ra. Hình 3 và Hình 4 đã cho thấy sự khác biệt về tăng trưởng kinh tế của các nước và nhóm nước, kết quả này hàm ý sự không đồng đều trong khả năng phục hồi kinh tế giữa các quốc gia.

**Hình 3. Phục hồi kinh tế của thế giới và khu vực Đông Á-Thái Bình Dương (EAP)**

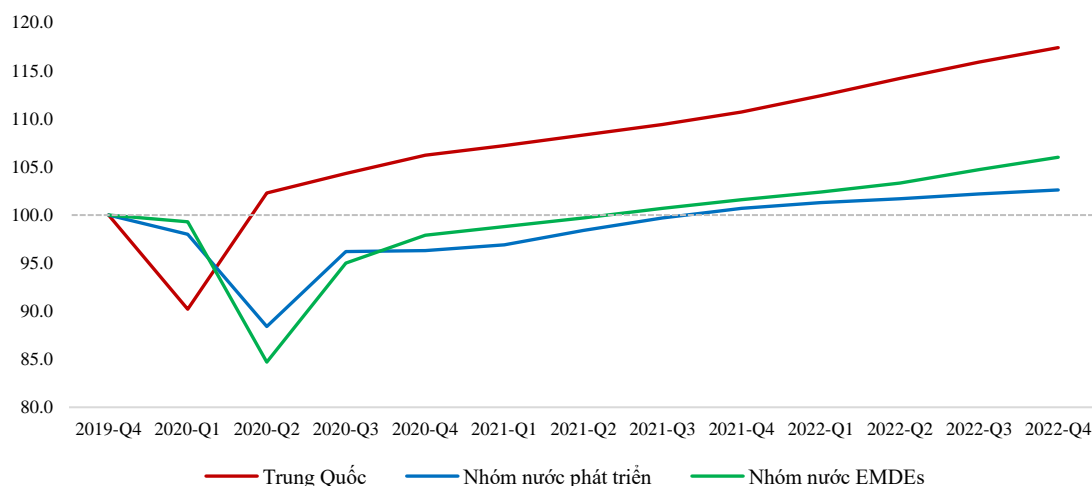


Nguồn: Haver Analytics & WB.

Chú ý: thời điểm bắt đầu là Q4-2019 với giá trị cơ sở là 100.

Trung Quốc và Việt Nam được kỳ vọng có mức tăng trưởng cao trong năm 2021, lần lượt là 8,1% và 6,6% (WB, 2021), và phục hồi về mức trước đại dịch trong những năm tiếp theo. Trong khi đó, một số quốc gia khác trong khu vực EAP dự kiến chỉ tăng trưởng ở mức 4,4%. Thương mại toàn cầu đã có dấu hiệu phục hồi trở lại sau thời gian lao dốc vì Covid-19, đây là một trong những động lực giúp các quốc gia có độ mở thương mại lớn có thể phục hồi nền kinh tế.

**Hình 4. Kỳ vọng tăng trưởng kinh tế một số nhóm nước trên thế giới**



*Nguồn: Tô Công Nguyễn Bảo và cộng sự (2021), dữ liệu trích xuất từ IMF.  
Chú ý: thời điểm bắt đầu là Q4-2019 với giá trị cơ sở là 100.*

Kết quả từ các đồ thị trên hàm ý rằng khả năng phục hồi và tăng trưởng kinh tế thế giới và ở mỗi quốc gia phụ thuộc chính vào năng lực kiểm soát và khắc chế đại dịch, sau đó là tận dụng sự phục hồi trong hoạt động thương mại quốc tế khi mà nhu cầu chi tiêu đã quay trở lại, kết hợp với thực thi hiệu quả các chính sách tiền tệ và tài khóa trong nền kinh tế. Bên cạnh đó là tăng cường khả năng thích ứng trước những bất ổn khó lường trước của thế giới như thiên tai, chính trị, biến cố bất ngờ. Như trường hợp siêu tàu Ever Given mắc kẹt tại kênh đào Suez, một trong những tuyến hàng hải thương mại lớn nhất thế giới với khoảng 15% lưu lượng vận chuyển đã gây áp lực lớn lên chuỗi cung ứng toàn cầu, số liệu thống kê không chính thức cho thấy biến cố này làm giảm tăng trưởng thương mại khoảng 0,2-0,4%.

### ***Những mắt xích yếu thế sẽ ra sao?***

Các quốc gia có những quyết sách kiểm soát đại dịch mạnh mẽ như Việt Nam và Trung Quốc ở giai đoạn đầu, hay thực thi chiến dịch tiêm vắc-xin nhanh chóng, đồng bộ như ở Mỹ và Anh gần đây, kết hợp cùng các gói hỗ trợ kinh tế hiện có đã giúp đảo ngược phần nào những tác động bất lợi từ Covid-19. Tuy nhiên, không phải quốc gia nào cũng có đủ nguồn lực và sự mạnh dạn để thực thi các chính sách trên, việc này khiến thế giới trở nên bị chia rẽ giữa nhóm các nước phục hồi với các nước chưa hoặc chậm phục hồi kinh tế. Tình trạng này cho thấy sự thiếu liên kết giữa các mắt xích trong hệ thống tài chính toàn cầu (WB, 2021). Điều này hàm ý, những tác động tích cực từ các gói kích thích kinh tế khổng lồ như trường hợp Mỹ, một sự trở lại mạnh mẽ bằng chiến dịch vắc-xin thần tốc có thể không con sức lan tỏa toàn cầu như trước khi mà không phải quốc gia nào cũng có

thể thực hiện chiến dịch tiêm vắc-xin toàn dân. Liệu chăng sự chia rẽ và tồn tại mất cân đối đang xảy ra, và hệ lụy này góp phần gây nên quá trình phân rã chuỗi cung ứng toàn cầu trước đây.

Sự hồi phục kinh tế của Mỹ trong thời gian gần đây đã mang lại những sức bật cho kinh tế thế giới, nhưng không phải là cho tất cả các quốc gia, đặc biệt là các quốc gia đang chống chọi với dịch bệnh. Số liệu tính toán từ ECB minh chứng việc Mỹ thực thi các gói kích thích kinh tế khổng lồ trong thời gian qua có thể làm gia tăng mức tăng trưởng kinh tế ở khu vực EU lên thêm 0,1% trong năm 2021 (đạt 4,1%), và thêm 0,2% vào năm 2022 (đạt 4,3%). WB (2021) cũng ghi nhận mức độ phục hồi kinh tế toàn cầu nhờ vào những kết quả tích cực gần đây của Mỹ có thể thúc đẩy mức tăng trưởng kinh tế bình quân lên 1 điểm phần trăm. Ở chiều ngược lại, các quốc gia không đủ tiềm lực cho công cuộc chống chọi với Covid-19 có thể sẽ bị loại khỏi “cuộc chơi” với các quốc gia khác, đặc biệt là trong hoạt động thương mại quốc tế, một nhân tố quan trọng trong GVC. Không phải ngẫu nhiên mà Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD) đã hạ dự báo tăng trưởng kinh tế đối với các nhóm nước Châu Phi, trong khi kinh tế toàn cầu đang phục hồi. Dưới tác động của Covid-19, có lẽ các nước nghèo sẽ càng bị tụt hậu xa hơn, sự phân lập này làm gia tăng bất bình đẳng toàn cầu.

### ***Xu hướng tái cấu trúc chuỗi cung ứng toàn cầu và thiết lập lại trật tự quốc tế***

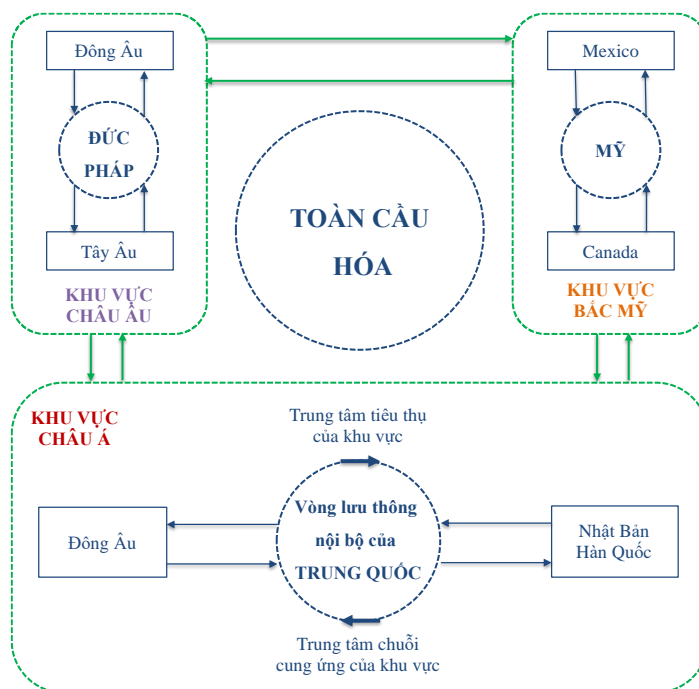
Covid-19 đã giúp các công ty nhận thấy tính rủi ro và đầy bất ổn của các chuỗi cung ứng toàn cầu, đặc biệt là khi phụ thuộc quá nhiều vào một nguồn cung duy nhất sẽ gây đổ vỡ hệ thống, như trường hợp phụ thuộc vào Trung Quốc hiện nay, một “công xưởng của thế giới”. Chuỗi cung ứng này dễ dàng bị một cú sốc như đại dịch bẻ gãy và không có gì chắc chắn rằng sẽ không lặp lại một cách tương tự trong tương lai. Vì vậy, xu hướng hiện nay cho thấy việc thiết lập các nguồn cung ứng và chuỗi giá trị về gần hơn là cần thiết để dễ kiểm soát, đồng thời tính đa dạng hóa cũng được đề cao hơn. Cuộc chiến tranh thương mại Mỹ-Trung trước đó cũng phần nào đã khởi động và thúc đẩy tiến trình này khi Trung Quốc nghĩ rằng cần có chiến lược làm suy yếu vai trò dẫn đầu của Mỹ trong thương mại toàn cầu. Covid-19 càng khiến cho Trung Quốc tin rằng vai trò trung tâm của Mỹ trong chuỗi cung ứng toàn cầu sẽ dần biến mất. Trung Quốc đã đưa ra chính sách kinh tế mang tên “vòng lưu thông kép” để thực hiện ý đồ chiến lược trên.

Xu hướng toàn cầu hóa kiểu mới là một cấu trúc đa phương chứ không còn vị thế độc tôn của Mỹ như trước đây (Hình 5). Vòng lưu thông bên ngoài bao gồm ba khu vực là Châu Âu, Bắc Mỹ, và châu Á sẽ giao thương trên quy mô khu vực. Trong khi đó, "vòng lưu thông nội bộ" sẽ khẳng định vị thế chủ chốt của nền kinh tế Trung Quốc trong hoạt động giao thương ở khu vực châu Á. Một xu hướng theo kiểu Trung Quốc sẽ là “cửa ngõ” để các nền kinh tế trong khu vực tham gia vào chuỗi giá trị toàn cầu. Điều này khiến cho



vị thế của Trung Quốc được nâng tầm nhằm có thể sánh vai ngang hàng với Mỹ trong xu hướng toàn cầu hóa mới.

**Hình 5. Toàn cầu hóa và các đầu tàu trong chuỗi cung ứng mới**



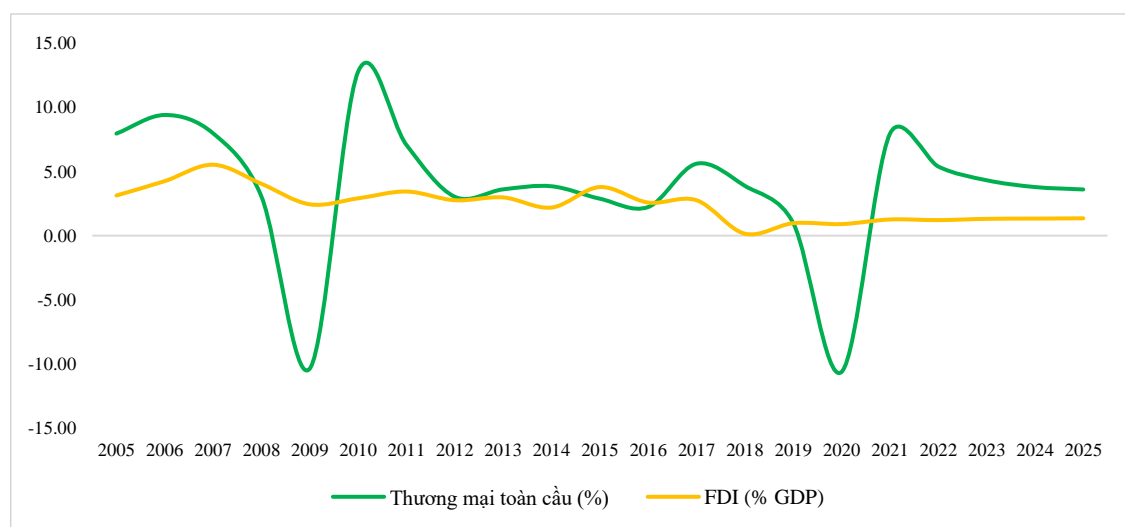
*Nguồn: Nguyễn Khắc Quốc Bảo & Tô Công Nguyên Bảo (2021).*

Viễn cảnh một trật tự thế giới mới có thể được thiết lập hậu Covid-19. Điều này càng rõ ràng hơn khi xét trong bối cảnh thế giới vốn đã chứa đựng nhiều bất ổn, điển hình là sự so kè giữa Mỹ và Trung Quốc, đây là cuộc chiến cho vị thế ai sẽ cường quốc số một thế giới trong tương lai, chứ hoàn toàn không phải vì thâm hụt thương mại, đầu tư hay công nghệ. Sự cấu trúc lại trong nền kinh tế toàn cầu sẽ là thời cơ mà Trung Quốc có thể tận dụng để rút ngắn khoảng cách với các quốc gia khác trên phương diện kinh tế lẫn chính trị. Bằng việc kiểm soát quyết liệt dịch bệnh trong giai đoạn đầu, Trung Quốc đã đi trước trong quá trình khởi động các chính sách hồi phục và kích thích nền kinh tế so với Mỹ. Trong nguy có cơ, nền kinh tế ở vị trí số hai dường như đang tận dụng thời cơ ngàn năm có một để thu hẹp khoảng cách với Mỹ, cũng như nới rộng khoảng cách với các quốc gia đang bám sát phía sau như Nhật Bản, Đức, Ấn Độ, từ đó nâng tầm vị thế với phần còn lại của thế giới. Kỷ nguyên hậu Covid-19, thế giới sẽ phải trải qua thời kỳ quá độ để hình thành một trật tự thế giới mới, đây là một quy luật tất yếu trước những bất ổn hiện nay. Khi mà các quốc gia từng có vị thế quan trọng từ kinh tế đến chính trị bị suy yếu như Mỹ thì các quốc gia khác như Trung Quốc đang dần tạo ra sức ảnh hưởng nhằm định hình lại trật tự thế giới.

### ***Hình thái sản xuất mới trong chuỗi cung ứng toàn cầu***

Đại dịch không phải là nguyên nhân duy nhất làm thay đổi cấu trúc của chuỗi giá trị toàn cầu, có lẽ chỉ là chất xúc tác làm quá trình này nhanh hơn. Kể từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009 thì việc sản xuất thâm dụng nguyên liệu nhập khẩu trong xuất khẩu đã giảm rõ rệt (UNCTAD, 2020). Nhìn lại lịch sử hơn 30 năm qua, hệ thống sản xuất phi tập trung đã phát huy hiệu quả và đóng góp lớn vào GVC, nhưng lại phụ thuộc vào khả năng giao thương, vận chuyển, và các chính sách thương mại khác nhau của mỗi quốc gia. Covid-19 đã làm cho những yếu tố này bị triệt tiêu khi mà việc đóng cửa biên giới, giãn cách xã hội được áp dụng, khiến hoạt động sản xuất gián đoạn (Hình 6). Và sâu xa hơn là những cuộc cạnh tranh địa chính trị của các cường quốc có tác động tiêu cực đến GVC. Một nguyên nhân khác được đưa ra đó là xu hướng hạn chế sản xuất phân tán của các công ty đa quốc gia, khi mà yếu tố công nghệ có thể giúp cải thiện năng lực sản xuất, giảm chi phí thay vì phải chuyển cơ sở sản xuất đến một quốc gia đang có thâm dụng lao động. Xét ở dài hạn, các quốc gia đang có lợi thế về lao động rẻ phải đối mặt với sự phát triển của công nghệ số, các công ty nước ngoài sẽ có xu hướng chuyển dịch về nơi gần với thị trường tiêu thụ hơn để giảm chi phí vận chuyển, và tăng tốc độ bán hàng. Kết hợp với những bất ổn hiện có, hoạt động sản xuất của các công ty thuộc chuỗi cung ứng sẽ phải tái cấu trúc, buộc các nhà điều hành công ty phải suy nghĩ về việc có nên tiếp tục phân tán sản xuất nữa hay không. Đại dịch đã khiến các hạn chế từ chuỗi cung ứng trước đây hiện rõ, liệu chặng tương lai sẽ còn nhiều cuộc khủng hoảng như vậy, và việc hình thành những mô hình sản xuất mới là cần thiết, khi mà quy luật “thay đổi hoặc bị đào thải” luôn tồn tại.

**Hình 6. Tăng trưởng thương mại toàn cầu và dòng vốn FDI đầu tư nước ngoài (%)**



Nguồn: Tô Công Nguyên Bảo & cộng sự (2021), dữ liệu trích xuất từ IMF.

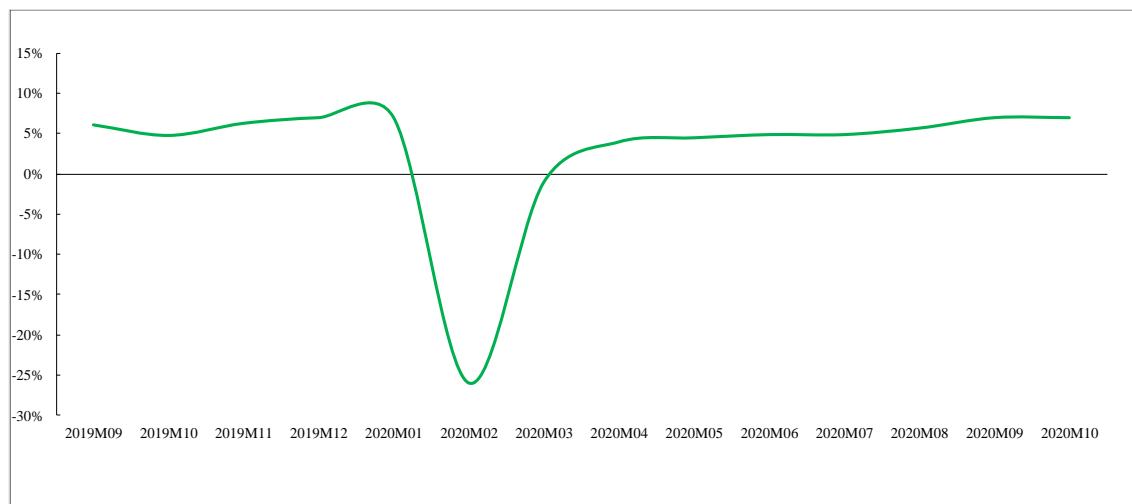
### *Trung Quốc khẳng định vị thế trong thương mại quốc tế*

Trong năm 2020, kinh tế Trung Quốc đã phục hồi một cách mạnh mẽ khi mà thế giới vẫn đang đối mặt với cuộc đại suy thoái phong tỏa. Mặc dù chịu những tác động bất lợi từ Covid-19, thương chiến với Mỹ, và những bất ổn của thế giới nhưng thặng dư thương mại của Trung Quốc vẫn tăng trưởng và đóng góp khoảng 15% vào GDP trong 09 tháng đầu năm 2020. Với khối lượng thương mại toàn cầu giảm khoảng 9,5% trong năm 2020 (WB, 2021), Trung Quốc sẽ tiếp tục gia tăng chiếm lĩnh thị phần thương mại và khẳng định vị thế mới trên trường quốc tế.

Cách thức vượt qua khủng hoảng của Trung Quốc trước sự tàn phá của Covid-19 và những bất ổn của thế giới đã cho thấy sự khác biệt với Mỹ trong năm 2020. Một điểm thú vị đó là hoạt động thương mại của Trung Quốc đã tăng vọt và đóng góp khoảng 15% vào GDP của 9 tháng năm 2020. Xuất khẩu lũy kế tăng 0,5%, kết quả này nhờ vào sự phục hồi nhanh chóng của công nghiệp sản xuất và giá trị gia tăng công nghiệp gần như quay lại mức ngang bằng so với trước đại dịch xảy ra, một yếu tố mà Mỹ đang gặp khó khăn. Trung Quốc đã cho thấy sự phục hồi công nghiệp nhanh chóng sau khi lao dốc ở mức khoảng -26% vào tháng 2/2020 (Hình 7), việc phục hồi đã mở đường cho triển vọng tăng trưởng xuất khẩu của quốc gia này. Cục Thống kê Quốc gia Trung Quốc (NBS) ghi nhận tăng trưởng trong giá trị gia tăng công nghiệp tháng 08, 09 lần lượt là 5,6% và 6,9% so với cùng kỳ năm 2019, lũy kế trong 09 tháng đầu năm 2020 tăng 1,2%. Tháng 10-2020 vẫn duy trì ở mức 6,9%, như vậy sự tăng trưởng công nghiệp đã quay lại ở mức gần như ngang bằng với trước khi đại dịch xảy ra. Điều này hàm ý nhu cầu của thế giới đối với hàng hóa Trung Quốc đang dần quay trở lại và tăng nhanh trong những tháng gần đây, đặc biệt là với các đối tác thương mại quan trọng như các quốc gia thành viên ASEAN, Liên minh Châu Âu (EU), Mỹ, Nhật. Kết quả này đã góp phần vào mức tăng trưởng kinh tế 2,3% trong năm 2020 của nền kinh tế lớn thứ hai thế giới. Sự phục hồi của kinh tế Trung Quốc, điển hình là hoạt động thương mại đến từ những quyết sách mạnh dạn để kiểm soát sự lây lan của đại dịch Covid-19, đây là nhân tố quyết định đến việc liệu nền kinh tế có phục hồi và tăng trưởng.

Bên cạnh đó, hoạt động thương mại toàn cầu đang có dấu hiệu phục hồi do các biện pháp phong tỏa đã được nới lỏng hoặc dỡ bỏ ở một số quốc gia. Covid-19 đã gây ra sự đứt gãy trong chuỗi cung ứng và làm các hoạt động sản xuất tê liệt vì thiếu lao động, việc vận chuyển gặp phải khó khăn. Lượng cung hàng hóa toàn cầu vẫn đang thiếu hụt trong khi đó nhu cầu chi tiêu đã bắt đầu phục hồi. Do đó, các quốc gia nào càng kiểm soát tốt Covid-19 thì sẽ càng nhanh chóng quay lại “đường đua” chiếm lĩnh thị phần thương mại toàn cầu và Trung Quốc đang cho thấy điều đó.

**Hình 7. Tăng trưởng trong giá trị gia tăng công nghiệp của Trung Quốc, T9.2019-T10.2020**



*Nguồn: Nguyễn Khắc Quốc Bảo & Tô Công Nguyên Bảo (2020), dữ liệu trích xuất từ NBS.*

### **3. Vị thế của thương mại Việt Nam trong chuỗi cung ứng toàn cầu**

#### ***Những số liệu thống kê ấn tượng về thương mại Việt Nam***

Hoạt động thương mại của Việt Nam trong giai đoạn vừa qua đã có những chuyển biến tích cực mặc dù toàn cầu đang chịu sự tàn phá của Covid-19 và những bất ổn vốn dĩ đã tồn tại. Việt Nam có tổng kim ngạch xuất nhập khẩu trong năm 2020 đạt 543,9 tỷ USD, tăng 5,1% so với cùng kỳ, đạt mức xuất siêu kỷ lục là 19,1 tỷ USD kể từ năm 2016 (GSO, 2021). Đây là một dấu hiệu tích cực trong bối cảnh mà thế giới phải đối mặt với nhiều khó khăn do đại dịch Covid-19 và những bất định vốn dĩ đã tồn tại trước đây. Số liệu thống kê từ GSO cho thấy kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu hàng hóa tiếp tục gia tăng với mức 281,5 tỷ USD (tăng 6,5%) và 262,4 tỷ USD (tăng 3,6%). Các mặt hàng góp phần vào tăng trưởng thương mại chủ yếu là nhóm hàng công nghiệp nặng và khoáng sản (tăng 11,3%), nhóm hàng công nghiệp nhẹ và tiểu thủ công nghiệp (tăng 2,4%). Ở chiều ngược lại, các mặt hàng nông, lâm sản, thủy sản đã chứng kiến sự suy giảm.

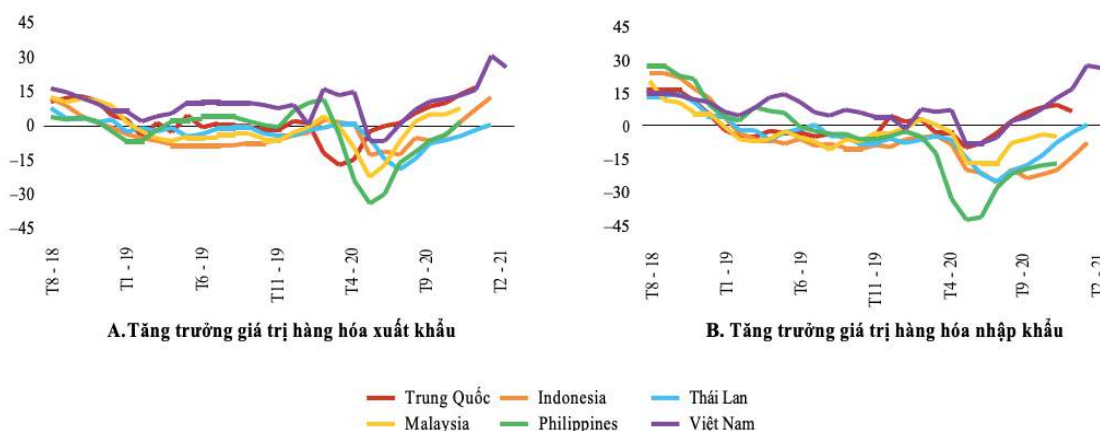
Mỹ và Trung Quốc là hai thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch 76,4 tỷ USD (tăng 24,5%) và 48,5 tỷ USD (tăng 17,1%). Đối với những đối tác thương mại khác, xuất khẩu của Việt Nam sang EU, ASEAN, Nhật Bản, Hàn Quốc đã chứng kiến sự sụt giảm lần lượt là -2,7%, -8,7%, -5,7%, và -5,1%. Mối quan hệ giữa Việt Nam với Mỹ và Trung Quốc đang cho thấy sự trái ngược đáng kể, hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ đang tăng nhanh và đạt thặng dư thương mại 62,7 tỷ USD so với thời điểm 2010 chỉ khoảng 12,4 tỷ USD. Việt Nam vẫn là một quốc gia nhập siêu từ Trung Quốc với kim ngạch nhập khẩu 83,9 tỷ USD (tăng 11,2%), thâm hụt thương mại ở mức 35,4 tỷ

USD. Bên cạnh đó, kim ngạch nhập khẩu ở các đối tác thương mại quan trọng khác lại giảm như Hàn Quốc (giảm 1,5%), ASEAN (giảm 6,9%), Mỹ (giảm 4,9%).

Khi xem xét hoạt động thương mại của các nhóm nước thuộc khu vực Đông Á và Thái Bình Dương (EAP), dễ dàng nhận thấy Việt Nam là quốc gia có mức tăng trưởng về giá trị hàng hóa xuất nhập khẩu cao nhất (Hình 8), hàm ý khả năng phục hồi trong hoạt động giao thương quốc tế hậu Covid-19. Nhìn chung, xuất khẩu trong khu vực đang phục hồi nhanh hơn nhập khẩu, điều này phản ánh sự trở lại của hoạt động sản xuất từ các mất xích trong chuỗi cung ứng, trong khi đó nhu cầu chi tiêu hàng hóa nhập khẩu trong nước vẫn yếu hơn. Hình 9 cũng đưa ra bằng chứng về nhóm các nước ASEAN-5 có xuất khẩu hàng hóa, dịch vụ sang Mỹ nhiều hơn so với Trung Quốc và các đối tác thương mại lớn khác, trong khi đó nhóm nước này lại nhập khẩu từ Trung Quốc nhiều nhất. Các xu hướng này hoàn toàn tương đồng với các số liệu thống kê về hoạt động thương mại của Việt Nam trong năm 2020 đã trình bày.

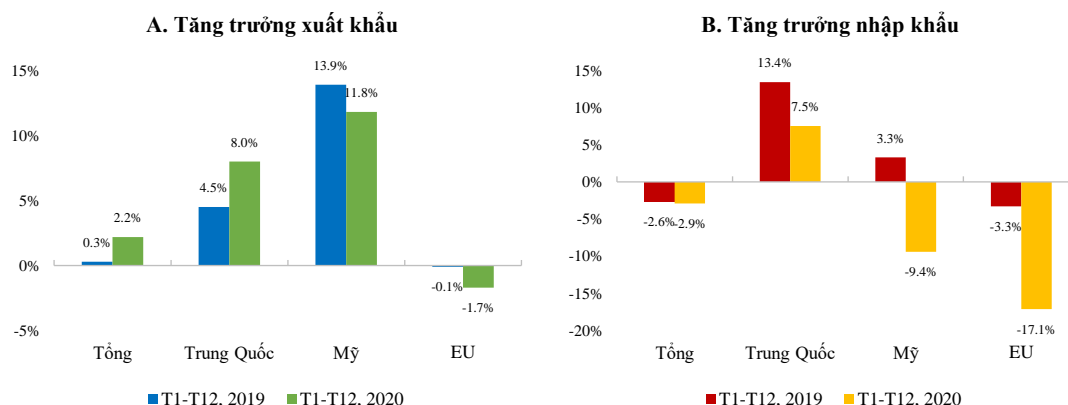
Quan sát chỉ số nhập khẩu hàng hóa từ Trung Quốc (IMPCH) và Việt Nam (IMP5520) trong giai đoạn 2015-2020 của Mỹ, kết quả đã cho thấy sự trái ngược đáng kể. Dựa trên số liệu của FRED, có thể nhận thấy xuất hiện sự chuyển dịch thương mại mạnh mẽ giữa Mỹ với Trung Quốc và Việt Nam kể từ khi thương chiến xảy ra vào đầu năm 2018, và đại dịch đầu năm 2020. Với giá trị cơ sở là 100 vào tháng 01-2015, chỉ số IMP5520 từ Việt Nam đạt mức cao nhất là 310,1 vào tháng 08/2020, trong khi đối với chỉ số IMPCH từ Trung Quốc chỉ 105,8 (Hình 10). Kết quả này cũng đặt ra nhiều thách thức cho Việt Nam khi mà Mỹ có thể đưa ra giả thuyết có tồn tại hiện tượng hàng hoá Trung Quốc chuyển tải qua Việt Nam, dán nhãn “Made in Vietnam” sau đó xuất qua Mỹ.

**Hình 8. Xuất khẩu và nhập khẩu của các nhóm nước EAP (%), T8.2018-T2.2021**



Nguồn: Haver Analytics.

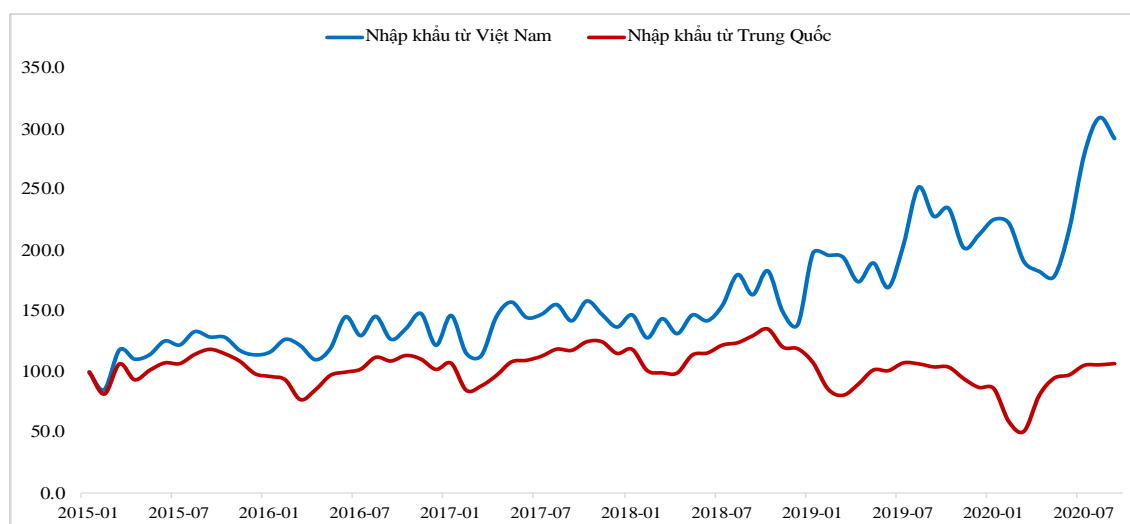
**Hình 9. Xuất khẩu và nhập khẩu của ASEAN-5 với một số đối tác (%), 2019-2020**



*Nguồn: Tô Công Nguyên Bảo & cộng sự (2021), dữ liệu trích xuất từ WB.*

*Ghi chú: ASEAN-5 bao gồm các quốc gia Indonesia, Malaysia, Philippines, Thái Lan và Việt Nam. EU đại diện cho 27 quốc gia thuộc Liên minh Châu Âu.*

**Hình 10. Chỉ số nhập khẩu hàng hóa của Mỹ từ Trung Quốc và Việt Nam, T1.2015-T9.2020**



*Nguồn: Nguyễn Khắc Quốc Bảo & Tô Công Nguyên Bảo (2020), dữ liệu trích xuất từ Fred.*

*Chú ý: thời điểm bắt đầu là tháng 1-2015 với giá trị cơ sở là 100.*

### **Việt Nam liệu có trở thành “hạt nhân” mới của chuỗi cung ứng toàn cầu**

Việt Nam hiện là một trong những nền kinh tế có độ mở thương mại lớn nhất thế giới, với hơn 200% GDP, cao hơn 1,5 lần so với Thái Lan và 5 lần so với Trung Quốc. Việc ký kết 14 Hiệp định thương mại tự do (FTA) đã giúp Việt Nam tiếp cận với nhiều thị trường tiềm năng và đa dạng hóa chuỗi cung ứng. Các FTA quan trọng như Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP), Hiệp định Thương mại

tự do (EVFTA) và Hiệp định Bảo hộ đầu tư (EVIPA) với Liên minh Châu Âu, Hiệp định Đối tác Kinh tế toàn diện khu vực (RCEP), và Hiệp định thương mại tự do Việt Nam-Vương Quốc Anh (UKVFTA). Cùng với đó, xu hướng thiết lập một cấu trúc đa phương theo kiểu toàn cầu hóa mới sẽ mở ra nhiều “sân chơi” cho thị trường gần 100 triệu dân thuộc khu vực Châu Á - Thái Bình Dương, nơi đang đóng vai trò chiến lược và tiếp tục là động lực quan trọng của thương mại toàn cầu.

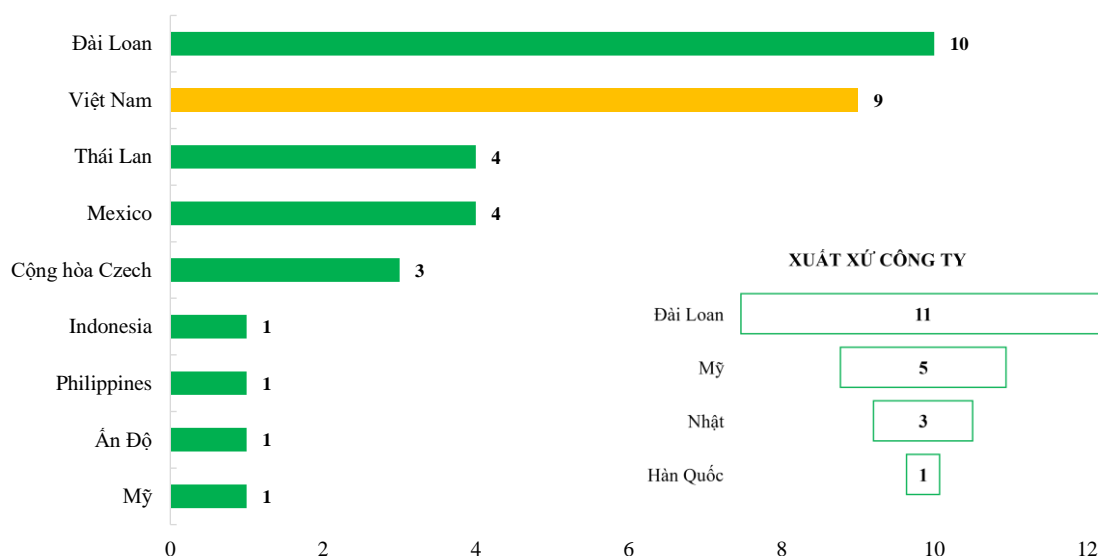
Tuy nhiên, cần phải nhận thức rõ và tránh nhầm lẫn Covid-19 đang là cơ hội cho Việt Nam, đây chỉ là thời khắc để thay đổi cục diện và vị thế của các nước nếu đã có sự chuẩn bị sẵn sàng từ giải pháp đến nguồn lực cho một tương lai mới, vấn đề ở đây chính là phát huy nội lực trong nước và tránh phụ thuộc quá mức vào ngoại lực, đặc biệt là phụ thuộc vào một quốc gia nào đó bên ngoài. Việc kiểm soát tốt đại dịch được xem như là chiến lược “marketing” tốt nhất trong giai đoạn hiện nay, kết hợp với mức độ ổn định chính trị, các chính sách tạo điều kiện thu hút nhà đầu tư nước ngoài, Việt Nam kỳ vọng sẽ đón nhận xu hướng chuyển dịch của các công ty đa quốc gia (MNCs) từ công xưởng Trung Quốc do căng thẳng thương mại Mỹ-Trung, cũng như chi phí lao động ở Trung Quốc đang tăng cao (WB, 2020). Một trong những dấu hiệu đáng tin cậy có thể tin rằng các công ty đang dịch chuyển sản xuất sang Việt Nam chính là Chính phủ Việt Nam đang không ngừng cải thiện môi trường kinh doanh, cải cách chính sách, và thực hiện số hóa nền kinh tế, cùng với các hiệp định FTA được ký kết trong thời gian qua. Tuy nhiên, không có bất kỳ lợi ích nào là miễn phí, đi kèm với đó luôn là những thách thức phải đương đầu, đặc biệt trước những bất ổn hiện nay như cú sốc phi truyền thống từ đại dịch, sự trỗi dậy của chủ nghĩa đơn phương, gia tăng cạnh tranh địa chính trị giữa các nước lớn, và một kỷ nguyên công nghệ số đang mở ra đòi hỏi Chính phủ, người dân phải thay đổi để thích ứng.

### ***Chiến lược “Trung Quốc+1” và giai đoạn chuyển mình cho Việt Nam***

Xu hướng trong giai đoạn vừa qua cho thấy các công ty MNCs đang áp dụng chiến lược “Trung Quốc+1” để phân tán rủi ro trong hoạt động sản xuất, bằng cách chuyển cơ sở sản xuất sang một quốc gia khác, nơi có chi phí sản xuất rẻ hơn (Hình 11). Bên cạnh đó, căng thẳng Mỹ-Trung làm môi trường đầu tư ở Trung Quốc càng trở nên rủi ro hơn, đồng thời cho thấy việc phụ thuộc quá nhiều vào một mắt xích thuộc chuỗi cung ứng sẽ đối mặt với nhiều rủi ro khi mắt xích này gặp phải trục trặc. Đại dịch dường như đang giải tỏa áp lực để giúp Việt Nam tiếp cận và tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng toàn cầu để có thể trở thành một “hạt nhân” mới trong chuỗi giá trị toàn cầu. Các những nhân tố đang góp phần làm nhanh hơn quá trình này đó là: (1) Hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam có những điểm tương đồng với hàng hóa xuất khẩu của Trung Quốc (Hình 12); (2) Chi phí lao động ở Việt Nam thấp hơn so với Trung Quốc (Hình 13); và (3) Môi trường kinh doanh và năng

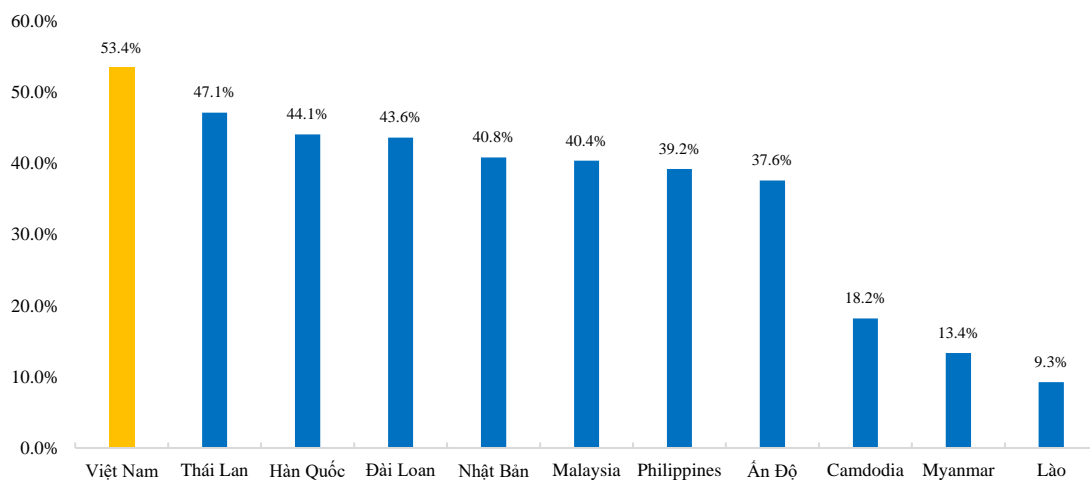
lực cạnh tranh ở Việt Nam được cải thiện (Hình 14). Tuy nhiên cũng cần phải nhìn nhận lại rằng, mặc dù chi phí lao động ở Việt Nam rẻ nhưng kèm với đó là năng suất lao động cũng thấp hơn so với Trung Quốc (WB, 2020). Đồng thời xếp hạng trong môi trường kinh doanh và chỉ số cạnh tranh dù có cải thiện so với trước đây nhưng vẫn còn khiêm tốn so với các quốc gia khác trong khu vực như Thái Lan, Malaysia.

**Hình 11. Điểm đến của các công ty điện tử đã rời khỏi Trung Quốc gần đây (số công ty)**



Nguồn: Tô Công Nguyên Bảo & cộng sự (2021), dữ liệu trích xuất từ WB.

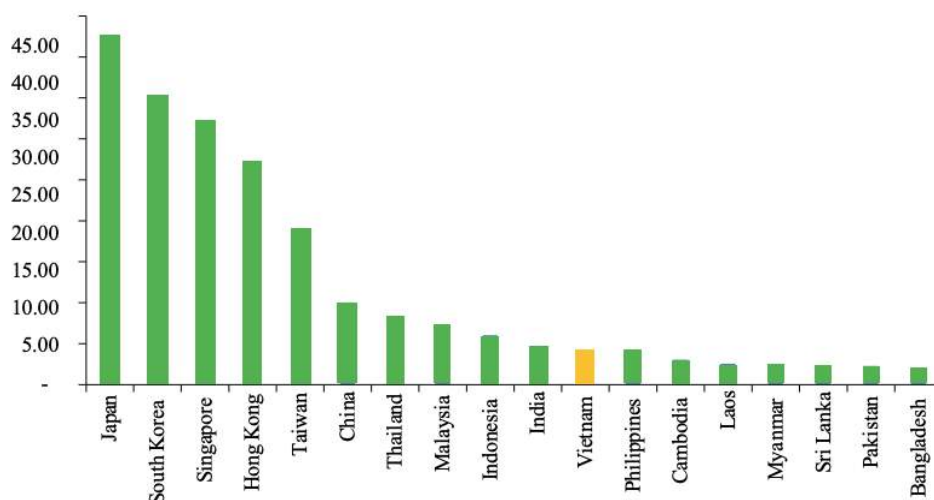
**Hình 12. Tính tương đồng trong hàng hóa xuất khẩu của một số quốc gia so với Trung Quốc năm 2019 (%)**



Nguồn: Tô Công Nguyên Bảo & cộng sự (2021), dữ liệu trích xuất từ UNComtrade.

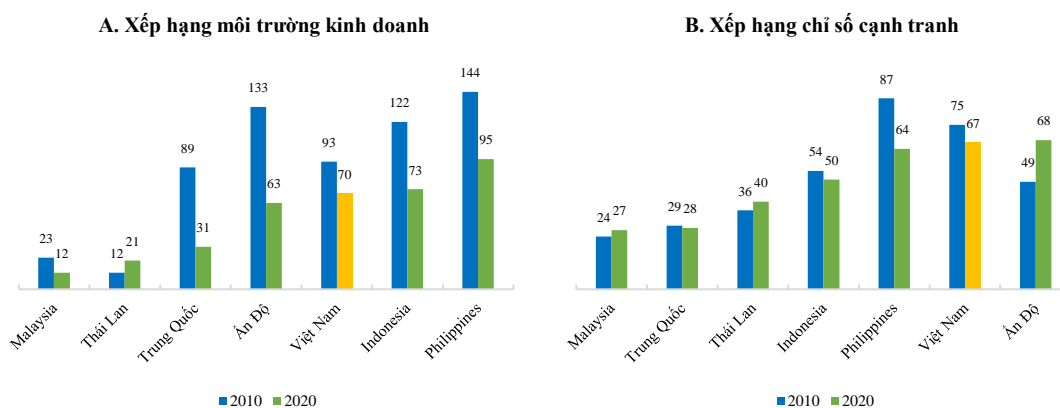


**Hình 13. Mức lương lao động bình quân ngành chế tác năm 2019 (\$1.000)**



Nguồn: Dữ liệu khảo sát từ JETRO (2019).

**Hình 14. Xếp hạng môi trường kinh doanh và chỉ số cạnh tranh của Việt Nam**



Nguồn: Tô Công Nguyên Bảo & cộng sự (2021), dữ liệu trích xuất từ WB.

**Chuyển mình nhưng cần thận trọng: Câu chuyện về cáo buộc thao túng tiền tệ**

Ngày 29/5/2019, Việt Nam lần đầu tiên nằm trong danh sách theo dõi tiền tệ, thương mại của Bộ Tài chính Hoa Kỳ (USDT) và Bộ Thương mại Hoa Kỳ (USDC). Và động thái mạnh mẽ nhất vào ngày 16/12/2020, trong giai đoạn chuyển giao của chính quyền Donald Trump, Mỹ đã dán nhãn Việt Nam là quốc gia thao túng tiền tệ. Thao túng tiền tệ được hiểu là hành vi tích lũy quá nhiều ngoại tệ để giữ giá trị đồng tiền nhằm đạt được những lợi ích không công bằng trong thương mại toàn cầu. Cáo buộc của Mỹ đã gây ra rất nhiều tranh cãi và hầu hết các chuyên gia đều cho rằng Mỹ đã quá vội vàng. IMF cũng đã khuyến cáo các hành động bất thường như vậy sẽ gây ra những thách thức lớn trong cách

thức điều hành chính sách tiền tệ độc lập của một quốc gia và có thể dẫn đến căng thẳng thương mại ngày càng leo thang.

Hành động của Mỹ tương chừng là gây bất ngờ nhưng thật sự lại không bất ngờ vì việc này có thể được dự báo trước, đặc biệt là đối với chính quyền của Tổng thống Trump lúc bấy giờ, ưu tiên giải quyết thâm hụt thương mại và tăng cường bảo hộ. Khi mà thặng dư thương mại của Việt Nam với Mỹ đã đạt 62,7 tỷ USD trong năm 2020, so với chỉ 10,5 tỷ USD ở năm 2010. Cụ thể, Luật Thương mại Hoa Kỳ cho phép áp thuế đối kháng (CVDs) với các đối tác thương mại đang có hành vi trợ cấp cho hàng hóa xuất khẩu của họ. Ngày 1/11/2020, USDC cho rằng những hành động tiền tệ của Việt Nam có dấu hiệu trợ cấp cho xuất khẩu mặt hàng lốp xe hạng nhẹ với tỷ lệ từ 6,23% đến 10,08%. USDT cũng cáo buộc VND đang bị định giá thấp hơn khoảng 4,7% so với USD trong năm 2019. Cũng cần nói thêm rằng, để áp đặt CVDs, Ủy ban Thương mại Quốc tế Hoa Kỳ cần phải cung cấp bằng chứng về việc các doanh nghiệp chịu thiệt hại từ những hành động trợ cấp của các đối tác thương mại song phương. Tuy nhiên, Mục 301 của Đạo luật Thương mại Hoa Kỳ năm 1974 lại cho phép Mỹ trả đũa các quốc gia có hành vi thương mại không công bằng. Cơ quan Đại diện Thương mại Hoa Kỳ (USTR) đã tiến hành một cuộc điều tra vào ngày 10/10/2020 về hành động tiền tệ của Việt Nam do nghi ngờ Việt Nam đã hạ giá trị đồng tiền của mình bằng cách mua 22 tỷ USD trong năm 2019. Phía Mỹ cũng ghi nhận từ tháng 6/2019 đến tháng 6/2020, Việt Nam đã mua thêm 16,8 tỷ USD ngoại tệ, tương ứng 5,1% GDP, những số liệu dẫn đến cáo buộc thao túng tiền tệ do Mỹ đưa ra.

Cách mà Mỹ chỉ định Việt Nam là quốc gia thao túng tiền tệ thông qua tiêu chí thặng dư thương mại song phương (từ 20 tỷ USD), thặng dư cán cân vãng lai (từ 2% GDP), và việc mua ròng ngoại tệ trong 12 tháng (từ 2% GDP) là mang tính áp đặt và hoàn toàn không có cơ sở khoa học (Bao & Bao, 2021). Việc can thiệp vào thị trường ngoại hối để ổn định tỷ giá là cần thiết để kiểm soát lạm phát, không chủ đích để đạt các lợi thế cạnh tranh không công bằng trong quan hệ thương mại song phương. Số liệu thống kê từ GSO cũng đã minh chứng SBV điều hành tỷ giá trung tâm có chừng mực, điều chỉnh từng bước và không hướng đến việc phá giá đồng tiền để hỗ trợ xuất khẩu như Mỹ cáo buộc. Hỗ trợ cho lập luận này là số liệu từ báo cáo của IMF đưa ra bằng chứng VND bị định giá cao đến 15,2%, áp dụng mô hình tỷ giá hiệu dụng thực. Bên cạnh đó, trong giai đoạn hỗ trợ khắc phục sự tàn phá của đại dịch, mức lãi suất ở Mỹ đã thấp kỷ lục gần tiến về 0 và do đó lý thuyết ngang bằng lãi suất sẽ cho thấy Mỹ mới là quốc gia giảm giá trị đồng tiền của mình. Đồng thời mức tỷ giá hối đoái thực sau khi hiệu chỉnh lạm phát của Việt Nam vẫn ổn định kể từ năm 2016 và có thể đang bị định giá cao (IMF, 2020). Xét ở tiêu chí dự trữ ngoại hối, IMF khuyến khích mức dự trữ trong khoảng từ 3 đến 6 tháng nhập khẩu. Do đó, với lượng dự trữ ngoại tệ khoản 100 tỷ USD năm 2020 của Việt Nam là hoàn toàn phù hợp. Kết quả có

được trong thời gian qua đến từ những quyết sách phòng chống dịch hiệu quả của Việt Nam, thực thi thành công mục tiêu kép để có thể phục hồi và tăng trưởng kinh tế, kết hợp với quá trình hội nhập quốc tế và đa dạng chuỗi cung ứng toàn cầu.

Từ câu chuyện này, có thể thấy song song với những cơ hội và tiềm năng thì những thách thức vẫn luôn hiện hữu, câu chuyện về thao túng tiền tệ nêu trên là một trong những vấn đề như vậy. Đại dương thường phẳng lặng trước và sau những cơn bão tử thần, nếu không có sự chuẩn bị kỹ lưỡng từ việc định hướng chiến lược, dự địa chính sách, và nguồn lực thì việc ứng phó với những bất ổn sẽ càng khó khăn và dẫn đến những hệ lụy khôn lường.

#### **4. Kết luận và những nguyên tắc trong thiết kế chính sách thương mại**

##### *Những kết luận trọng tâm*

- ***Covid-19 khiến các bất ổn toàn cầu trở nên nghiêm trọng hơn.*** Đại dịch có lẽ là chất xúc tác làm cho sự đối đầu vì mâu thuẫn lợi ích giữa các quốc gia càng trở nên căng thẳng, chủ nghĩa đơn phương đang dần chiếm ưu thế.
- ***Sự đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu và các dòng vốn quốc tế đảo chiều.*** Các mắt xích quan trọng trong chuỗi cung ứng như Mỹ, Trung Quốc, Nhật Bản, Đức, EU lại là những nơi bị ảnh hưởng nghiêm trọng nhất bởi đại dịch. Cùng với những bất ổn toàn cầu, chủ nghĩa bảo hộ gia tăng, sự thoái trào của toàn cầu hóa, và hạn chế phụ thuộc quá nhiều vào Trung Quốc, đây là một hành động “tháo nút”.
- ***Trạng thái phục hồi không đồng bộ giữa các nền kinh tế hậu Covid-19.*** Chủ động phòng chống dịch bệnh là chìa khóa để phục hồi và tăng trưởng kinh tế. Một số quốc gia đang rút ngắn khoảng cách hoặc/và bỏ xa các quốc gia khác trên bản đồ kinh tế thế giới. Các nước nghèo càng bị tụt hậu xa hơn và dẫn đến bất bình đẳng gia tăng.
- ***Xu hướng tái cấu trúc chuỗi cung ứng toàn cầu và thiết lập lại trật tự quốc tế.*** Đại dịch giúp thế giới nhận thấy tính rủi ro và đầy bất ổn của các chuỗi cung ứng toàn cầu, đặc biệt là khi phụ thuộc quá nhiều vào một mắt xích có thể dẫn đến sự sụp đổ của cả một hệ thống khi mắt xích đó gặp trục trặc. Kỳ nguyên hậu Covid-19, thế giới sẽ hình thành một trật tự thế giới mới, đây là một quy luật tất yếu.
- ***Hình thái sản xuất mới trong chuỗi cung ứng toàn cầu.*** Với sự phát triển của công nghệ số, các công ty đa quốc gia có xu hướng chuyển dịch về nơi gần với thị trường tiêu thụ để giảm chi phí vận chuyển, và tăng tốc độ bán hàng. Hoạt động sản xuất của các công ty thuộc chuỗi cung ứng sẽ phải tái cấu trúc, buộc các công ty cần nhắc chiến lược giảm sự phân tán sản xuất ở nơi có lao động giá rẻ.

- **Trung Quốc khẳng định vị thế trong thương mại quốc tế.** Các quyết sách mạnh dạn được áp dụng ngay từ khi đại dịch bùng phát đã giúp kinh tế Trung Quốc phục hồi nhanh so với phần còn lại của thế giới. Nhu cầu hàng hóa Trung Quốc đang dần quay trở lại, kết quả này sẽ giúp nền kinh tế số hai thế giới tiếp tục gia tăng chiếm lĩnh thị phần thương mại toàn cầu.
- **Việt Nam xuất siêu kỷ lục trong năm 2020.** Với tổng kim ngạch xuất nhập khẩu đạt 543,9 tỷ USD, trong đó xuất khẩu đạt 281,5 tỷ USD, và nhập khẩu đạt 262,4 tỷ USD, Việt Nam ghi nhận mức xuất siêu kỷ lục 19,1 tỷ USD trong năm vừa qua. Việt Nam là quốc gia có mức tăng trưởng về giá trị hàng hóa xuất nhập khẩu cao nhất khu vực Đông Á và Thái Bình Dương (EAP) trong năm 2020.
- **Đừng nhầm lẫn đại dịch là cơ hội.** Tái cấu trúc chuỗi cung ứng toàn cầu là quy luật tất yếu trong kỷ nguyên mới, đại dịch chỉ làm quá trình này trở nên rõ ràng và nhanh hơn. Đây là thời điểm để thay đổi cục diện và vị thế của các nước nếu đã có sự chuẩn bị sẵn từ giải pháp đến nguồn lực cho tương lai. Kiểm soát tốt đại dịch và ổn định kinh tế vĩ mô là chiến lược “marketing” tốt nhất cho Việt Nam.
- **Giai đoạn chuyển mình cho thương mại Việt Nam.** Đại dịch đang giải tỏa áp lực để Việt Nam tiếp cận và tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng toàn cầu, có thể trở thành một mắt xích mới của thế giới. Làn sóng các công ty dịch chuyển hệ thống sản xuất theo chiến lược “Trung Quốc+1”, sự tương đồng với hàng hóa xuất khẩu của Trung Quốc, chi phí lao động thấp, và cải thiện môi trường kinh doanh, năng lực cạnh tranh sẽ giúp Việt Nam sẵn sàng “cắt cánh” trong thời gian tới.
- **Không có lợi ích nào là miễn phí.** Luôn tồn tại sự đánh đổi giữa lợi ích và thách thức, đặc biệt khi mà các bất ổn toàn cầu trước đây càng nghiêm trọng hơn, chủ nghĩa bảo hộ và đơn phương gia tăng, cạnh tranh địa chính trị leo thang, các mô hình kinh doanh trên nền tảng số đa dạng và chính sách quản lý khó có thể bắt kịp, v.v. Các vấn đề này đặt ra những thách thức lớn cho mỗi quốc gia trong chiến lược tái cấu trúc nền kinh tế, cần nhiều hơn những chiến lược để thích ứng và mở ra một chu kỳ phát triển mới.

### **5 nguyên tắc thiết kế chính sách thương mại**

Nâng tầm vị thế mới của Việt Nam trong hoạt động thương mại toàn cầu không phải là câu chuyện một sớm một chiều mà đó là cả một quá trình từ giai đoạn chuẩn bị đến thời điểm thực thi, và sẽ cần những nghiên cứu chuyên sâu hơn để đánh giá thực trạng và đề xuất các chính sách chi tiết. Trong phạm vi bài tham luận, nhóm tác giả đề xuất 5 nguyên tắc cơ bản để định hình xây dựng các chiến lược phù hợp cho thương mại Việt Nam, cụ thể:

***Nguyên tắc 1: Tiếp tục cải thiện môi trường kinh doanh và nâng cao năng lực cạnh tranh***

Đây được xem là ưu tiên hàng đầu để thu hút sự dịch chuyển của các cơ sở sản xuất từ nước ngoài đặc biệt là các công ty đa quốc đang áp dụng chiến lược Trung Quốc+1. Việt Nam cần chủ động và định hình các chiến lược, chính sách nhằm thu hút đầu tư nước ngoài với lợi thế của 14 hiệp định FTA đã ký kết, và các Hiệp định xúc tiến và bảo hộ đầu tư giữa các quốc gia. Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 10 năm 2021-2030 cũng đã nêu bật lên hàm ý về chính sách thu hút và hợp tác đầu tư nước ngoài, thay vì chỉ ưu tiên số lượng thì cần tập trung nhiều hơn cho chất lượng, các dự án đầu tư nước ngoài mang lại giá trị gia tăng cao, lấy mức hiệu quả và yếu tố công nghệ làm kim chỉ nam, nhưng tuyệt đối phải đảm bảo môi trường và phát triển một cách bền vững. Cụ thể là cần thu hút và chọn lọc các dự án đầu tư nước ngoài có công nghệ tiên tiến, công nghệ cao, công nghệ mới, có khả năng kết nối với chuỗi cung ứng toàn cầu và phải có hiệu ứng lan tỏa, kết nối đồng bộ với nhiều chủ thể trong nền kinh tế. Thành tựu đạt được kỳ vọng sẽ định hình lại cơ cấu toàn ngành công nghiệp, nâng cao năng lực cạnh tranh, và có vị thế hơn trong chuỗi giá trị công nghiệp toàn cầu. Để đạt được điều đó, Việt Nam cần phải đầu tư nhiều hơn và cơ sở hạ tầng và thúc đẩy phát triển các khu công nghiệp, khu công nghệ cao, phát huy tối đa nội lực kết hợp linh hoạt cùng ngoại lực từ nước ngoài. Đồng thời, cần nhiều hơn những chính sách hỗ trợ các nhà đầu tư, tập trung vào chính sách thuế, thủ tục hành chính, quyền lợi của nhà đầu tư, hỗ trợ các kênh huy động vốn, tiếp cận nguồn nguyên vật liệu, v.v.

***Nguyên tắc 2: Cần nâng cao chiều sâu trong chuỗi cung ứng toàn cầu***

Mặc dù Việt Nam là một trong những nền kinh tế có độ mở lớn nhất thế giới, hơn 200% GDP, nhưng mức độ tham gia sâu vào chuỗi cung ứng toàn cầu vẫn thấp so với các nước trong khu vực như Thái Lan, Indonesia, Malaysia, Singapore, Philippines (WB, 2020). Số liệu thống kê trong năm 2018 đưa ra bằng chứng Việt Nam chỉ tạo ra khoảng 20,4 tỷ USD khi tham gia vào chuỗi GVC, xếp hạng thứ 55/174. Trong khi đó Philippines tạo ra 84,8 tỷ USD và xếp hạng thứ 34. Do đó, việc tăng cường hợp tác quốc tế và xây dựng một hệ thống thương mại đa dạng là rất cần thiết, hướng đến mục tiêu phát triển nền kinh tế bền vững và bao trùm. Bên cạnh đó, để tham gia sâu vào chuỗi cung ứng toàn cầu đòi hỏi Việt Nam phải đào tạo lực lượng lao động có trình độ cao, tay nghề cao khi mà các đột phá công nghệ đang và sẽ làm giảm những lao động có kỹ năng thấp. Đội ngũ nhân lực chất lượng cao sẽ góp phần gia tăng năng lực tham gia hội nhập quốc tế nhằm vượt khỏi ranh giới lĩnh vực lắp ráp, hướng đến nội địa hóa các nhà cung cấp, phân phối hàng hóa và dịch vụ. Ghi nhận từ báo cáo của WB (2020) cũng cho thấy năng suất lao động của các thị trường mới nổi và nền kinh tế đang phát triển (EMDEs) chưa đến 20% so với các nền kinh tế phát triển, hàm ý này cho thấy để tiệm cận các nền kinh tế phát triển đòi hỏi vai trò của chất lượng nguồn lao động cũng như sức mạnh cộng hưởng từ thể chế.

Bên cạnh đó, hoàn thiện cơ sở hạ tầng liên quan đến hệ thống giao thông và logistics, hệ thống giáo dục, hạ tầng công nghệ có vai trò quan trọng. Quan trọng hơn, cần phải tạo lập và duy trì một môi trường kinh tế thuận lợi, an toàn, độc lập và tự chủ.

*Nguyên tắc 3: Cải thiện giá trị gia tăng của hàng hóa xuất khẩu trong chuỗi giá trị*

Hiện tại, Việt Nam vẫn còn những hạn chế nhất định về công nghệ và khả năng quản lý đối với chuỗi cung ứng, do đó mức độ thâm dụng nguyên liệu nhập khẩu trong hàng hóa xuất khẩu vẫn còn cao. Số liệu từ UNCTAD năm 2017 thống kê lĩnh vực chế biến chế tạo của Việt Nam có hàm lượng giá trị nhập khẩu đến 52%, lĩnh vực dịch vụ là 24%, con số này với Trung Quốc lần lượt là 17% và 8%. VRDF (2020) cũng đã nhận định tương tự cho lĩnh vực chế biến chế tạo của Việt Nam, điều này cho thấy mức độ tham gia vào các công đoạn tinh vi phức tạp hiện tại của Việt Nam vẫn còn thấp. Trong khi đó, Malaysia, Thái Lan, và Philippines đã đạt đến trình độ chế biến chế tạo và dịch vụ tiên tiến. Một ước tính cho thấy cứ 1% tăng lên từ việc tham gia GVC sẽ làm tăng khoảng 1% trong thu nhập bình quân đầu người của quốc gia đó, gấp 2 lần so với thương mại truyền thống. Việt Nam cần tập trung phát triển để xây dựng năng lực nghiên cứu các mô hình sản xuất mới, đổi mới sáng tạo, những chiến lược đột phá về cải cách thể chế và chính sách. Trong số đó, phát triển kỹ năng của lực lượng lao động có thể giúp Việt Nam trở thành quốc gia có mức chế biến chế tạo và dịch vụ tiên tiến, góp phần giúp các doanh nghiệp trong nước có thể cạnh tranh sòng phẳng với doanh nghiệp nước ngoài. Ngoài ra, nội địa hóa là quá trình cần phải được quan tâm, cần xây dựng và nâng cao năng lực mạng lưới liên kết của các nhà cung ứng, phân phối nội địa, định hình các mô hình sản xuất với các sản phẩm phức tạp hơn trong tương lai, đa dạng hóa thị trường đầu ra.

*Nguyên tắc 4: Áp dụng công nghệ số cho các hoạt động kinh tế*

Cách mạng công nghiệp 4.0 (CMCN 4.0) đã lan tỏa đến mọi hoạt động và định hình lại cách thức vận hành, phương thức sản xuất, dịch vụ toàn cầu. Nền kinh tế Việt Nam đã cho thấy sự thích ứng tích cực trước những khó khăn. Khả năng ứng dụng công nghệ số, tự động hóa sản xuất, áp dụng các hoạt động đổi mới sáng tạo đã góp phần giúp các doanh nghiệp vượt qua khủng hoảng và hơn nữa là đóng vai trò trụ cột trong một kỷ nguyên mới cho nền kinh tế số. Trong giai đoạn qua, gia tăng năng suất ở Việt Nam phần lớn đến từ nâng cao trình độ quản lý, sản xuất và ứng dụng công nghệ hoặc các mô hình hiện có trên thế giới. Do đó, ngay lúc này, Việt Nam cần xem xét lại các chiến lược phát triển khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo để ứng dụng vào thực tiễn nhằm giúp các doanh nghiệp có khả năng tối ưu hóa năng lực sản xuất, cụ thể hơn là nội địa hóa chuỗi cung ứng để góp phần gia tăng chất lượng trong chuỗi giá trị toàn cầu.

***Nguyên tắc 5: Thay đổi nhận thức để thích ứng***

“Bình thường mới” là cụm từ được nhắc rất nhiều trên cả phương diện chính sách lẫn truyền thông. Tuy nhiên, bình thường mới ở đây không phải là mọi thứ đều sẽ trở lại quỹ đạo cũ, mà là biết cách thích nghi với những khó khăn và bất ổn hiện có. Cụ thể hơn là cần sự thay đổi trong cách sống, cách làm việc, thay đổi trong chiến lược sản xuất và kinh doanh. Với Chính phủ, bình thường mới là cần phải thay đổi cả cách tiếp cận trong điều hành chính sách, phải tìm kiếm những động lực tăng trưởng mới để có thể thực thi mục tiêu kép “vừa quyết liệt phòng chống dịch với tinh thần “chống dịch như chống giặc”, vừa tập trung phục hồi và phát triển kinh tế - xã hội. Nhà kinh tế học Keynes có một câu nói nổi tiếng “Trong dài hạn chúng ta đều phải chết”. Dẫu biết rằng mọi thứ khó đạt được sự hoàn hảo, thậm chí là cả về chính sách, nhưng chúng ta có quyền kỳ vọng vào những mặt tốt đẹp của thể hệ tiếp nối để thích ứng và sửa đổi những gì đang xảy ra hiện tại. Khi những liều vắc-xin chưa thể đến tận tay người dùng thì có lẽ hành động giá trị nhất mà bản thân mỗi chúng ta có thể làm là nâng cao nhận thức để thích ứng. Đây là hệ thống “phòng thủ” tự nhiên nhất mà chúng ta có thể làm, thay đổi cái “tôi” để đạt được cái “ta” nên là tư duy cần hướng đến.

***Thời thế - Thích ứng - Tương lai: Kỳ vọng nào cho một chu kỳ kinh tế mới***

Năm 2021 là năm khởi đầu cho những chiến lược và kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội 10 năm của Việt Nam. Sự thành công từ Đại hội XIII của Đảng và kiện toàn bộ máy lãnh đạo đã đặt nền móng vững chắc cho những mục tiêu, nhiệm vụ đề ra. Những lãnh đạo tiếp nối được kỳ vọng sẽ tạo ra những sức bật mới nhằm hiện thực hóa mục tiêu đến năm 2030 đưa Việt Nam thành nước đang phát triển có công nghiệp hiện đại, thu nhập trung bình cao và tiến đến 2045 trở thành quốc gia phát triển, thu nhập cao. Có thể thấy, phát triển nhanh, bền vững và bao trùm luôn là mục tiêu quan trọng khi thực hiện những chiến lược kinh tế - xã hội. Việc nâng cao năng lực và chất lượng sản xuất, khả năng cạnh tranh, chất lượng nguồn nhân lực là rất cần thiết. Các mô hình kinh tế số, kinh tế tuần hoàn, tăng trưởng xanh đang được nhiều quốc gia hướng đến. Xu hướng ứng dụng khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo, mô hình đô thị hóa và đô thị thông minh, cùng với làn sóng từ cuộc CMCN 4.0 sẽ góp phần hiện thực hóa các mục tiêu không chỉ riêng cho thương mại mà cho cả quá trình phát triển kinh tế của Việt Nam. ■

**Tài liệu tham khảo**

Asian Development Bank (2021). *ADB Covid-19 Policy Database*. Truy cập ngày 08/04/2021 từ <https://covid19policy.adb.org>.

Ban Chấp hành Trung ương Đảng (2020). *Dự thảo Báo cáo tổng kết thực hiện Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 10 năm 2011-2020, xây dựng Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 10 năm 2021-2030*. Truy cập ngày 14/01/2021 từ

[http://www.xaydungdang.org.vn/Home/dai\\_hoi\\_XIII/2020/14376/Xin-y-kien-dong-gop-yao-du-thao-cac-van-kien-trinh.aspx](http://www.xaydungdang.org.vn/Home/dai_hoi_XIII/2020/14376/Xin-y-kien-dong-gop-yao-du-thao-cac-van-kien-trinh.aspx).

- Diễn đàn Cải cách và Phát triển Việt Nam (2020). *Việt Nam: Hành động để phục hồi tăng trưởng theo hướng bền vững và bao trùm trong kỷ nguyên Covid-19*. Hà Nội: VRDF.
- International Monetary Fund (2020). *World Economic Outlook (October 2020)*. Washington, DC: IMF.
- International Monetary Fund (2021). *World Economic Outlook Update (January 2021)*. Washington, DC: IMF.
- Nguyễn Khắc Quốc Bảo & Tô Công Nguyên Bảo (2020). *Phản ứng chính sách của một số nước trên thế giới trong bối cảnh đại dịch Covid-19 và các tác động đến Việt Nam*. Tài liệu trình bày tại Diễn đàn “Tình hình kinh tế - xã hội Việt Nam 9 tháng năm 2020 và một số giải pháp”, do Ủy ban Kinh tế của Quốc hội và Văn phòng Quốc hội đồng tổ chức, tại Cần Thơ, ngày 24/09/2020.
- Nguyen Khac Quoc Bao, & To Cong Nguyen Bao (2021). *Vietnam's trade numbers aren't evidence of currency manipulation*. Australian National University: East Asia Forum.
- Tô Công Nguyên Bảo, Nguyễn Khắc Quốc Bảo, Đinh Thị Thu Hồng, Lê Văn, & Hoàng Thị Hồng Nhung (2020). *Tác động của Covid-19 đến kinh tế thế giới và phản ứng chính sách của một số quốc gia*. Kỷ yếu Hội thảo khoa học quốc gia “Chính sách vượt qua tác động của Covid-19 để phục hồi và phát triển kinh tế”, Trường Đại học Kinh tế quốc dân, ngày 15/10/2020 (19-39). Hà Nội: NXB Đại học Kinh tế quốc dân.
- Tổng cục Thống kê (2021). *Tình hình kinh tế - xã hội quý IV và năm 2020*. Truy cập ngày 14/01/2021 từ <https://www.gso.gov.vn/du-lieu-va-so-lieu-thong-ke/2020/12/baocao-tinh-hinh-kinh-te-xa-hoi-quy-iv-va-nam-2020>.
- U.S. Department of Commerce (2020). *U.S. Department of Commerce Issues Affirmative Preliminary Countervailing Duty Determination for Passenger Vehicles and Light Truck Tires from Vietnam*. Truy cập ngày 14/01/2021 từ <https://www.commerce.gov/news/press-releases/2020/11/us-department-commerce-issues-affirmative-preliminary-countervailing>.
- U.S. Department of the Treasury (2020). *Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States (December 2020)*. Washington, DC: USDT.
- U.S. Department of the Treasury (2020). *Treasury Releases Report on Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States*. Washington, DC: USDT.
- United Nations Conference on Trade and Development (2020). *Handbook of Statistics*. New York: UNCTAD.
- United Nations Conference on Trade and Development (2021). *Trade trends under the Covid-19 pandemic*. New York: UNCTAD.
- World Bank (2021). *Global Economic Prospects (January 2021)*. Washington, DC: WB.
- World Trade Organization (2020). *World Trade Statistical Review 2020*. Geneva: WTO.



## NÂNG CAO HIỆU QUẢ THU HÚT ĐẦU TƯ TRỰC TIẾP NƯỚC NGOÀI

Võ Thanh Thu\*

### **Đặt vấn đề**

Nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) ngày càng đóng vai trò quan trọng đối với sự phát triển kinh tế Việt Nam: đến cuối năm 2020 với trên 33 nghìn dự án với tổng số vốn 384 tỷ USD, đầu tư vào 19 nhóm ngành dịch vụ, chiếm tỷ trọng 25% nguồn vốn đầu tư toàn xã hội, 20% GDP, trên 72% giá trị xuất nhập khẩu (XNK) của Việt Nam, 50% giá trị sản xuất ngành công nghiệp<sup>2</sup>, 14,14% tổng nguồn thu ngân sách, giải quyết việc làm cho trên 6 triệu lao động<sup>3</sup>. Tuy nhiên, hiệu quả thu hút vốn FDI chưa cao: các dự án FDI có công nghệ cao còn ít, chưa góp phần tăng năng lực khoa học công nghệ của Việt Nam, đóng góp cho ngân sách chưa tương xứng với ưu đãi và kỳ vọng của Chính phủ và các địa phương giành cho họ, số dự án hoạt động thua lỗ còn nhiều, có hiện tượng chuyển giá trốn thuế trong hoạt động đầu tư; tính lan tỏa kích thích các doanh nghiệp nội địa phát triển còn hạn chế, hầu hết dự án FDI chưa thiết lập chuỗi cung ứng với nhà đầu tư trong nước; không ít các dự án gây rủi ro về ô nhiễm môi trường... Vậy làm sao có thể tăng cường hiệu quả thu hút vốn FDI có chất lượng có ý nghĩa quan trọng đối với nền kinh tế Việt Nam trong giai đoạn mới hậu dịch Covid kinh tế khu vực và thế giới có nhiều đổi thay.

**Từ khóa:** Hiệu quả đầu tư trực tiếp nước ngoài, hoạt động FDI tại Việt Nam.

### **1. Những nét lớn về đầu tư trực tiếp nước ngoài tại Việt Nam.**

Theo Bộ Kế hoạch - Đầu tư, từ tháng 12/2007 đến 20/12/2020, sau 32 năm kể từ khi có Luật Đầu tư nước ngoài, Việt Nam đã thu hút 33.070 dự án FDI với tổng số vốn 384,044.21 tỷ USD từ 139 nước, không những từ các nước công nghiệp phát triển: Hoa Kỳ, Nhật Bản, Anh, Pháp, Đức... mà còn thu hút vốn từ các nhà đầu tư đến từ các nước gặp khó khăn về kinh tế như Triều Tiên (5 dự án), Lào (9 dự án), Campuchia (28 dự án), nhiều nước ở châu Phi cũng đầu tư vào Việt Nam. Tất cả các tỉnh ở Việt Nam đều có dự án FDI, nhưng phân bổ không

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [vothanhtu@ueh.edu.vn](mailto:vothanhtu@ueh.edu.vn)

<sup>2</sup> Bộ kế hoạch đầu tư VN 2020

<sup>3</sup> Bộ trưởng Lao động – Thương binh và Xã hội Đào Ngọc Dung tháng 6.2020

đều. Những tỉnh, thành phố có kinh tế phát triển tốt thu hút vốn đầu tư nhiều như TPHCM thu hút đến 9.952 dự án (30,1%), số vốn đăng ký đến 48,19 tỷ USD (12,55%), nhưng có những tỉnh chỉ thu hút 1 dự án với số vốn rất nhỏ, xem bảng 1.

**Bảng 1: Tình hình thu hút vốn FDI theo tỉnh của Việt Nam (12/1987-12/2020)**

STT	Địa phương	Số dự án	Tổng vốn đầu tư đăng ký (Triệu USD)
1	TP. Hồ Chí Minh	9,952	48,190.48
2	Hà Nội	6,384	35,904.27
3	Bình Dương	3,932	35,499.81
4	Bà Rịa - Vũng Tàu	496	32,748.64
5	Đồng Nai	1,739	31,962.35
6	Hải Phòng	849	20,202.62
7	Bắc Ninh	1,642	19,912.83
8	Thanh Hóa	158	14,533.49
9	Hà Tĩnh	79	11,739.24
10	Thái Nguyên	181	8,721.98
	.....	.....	.....
60	Gia Lai	7	19.60
61	Bắc Kạn	4	6.35
62	Hà Giang	6	4.15
63	Điện Biên	1	3.00
64	Lai Châu	1	1.50
	<b>Tổng cả nước</b>	<b>33,070</b>	<b>384,044.21</b>

*Nguồn: Bộ Kế hoạch - Đầu tư*

Việt Nam chia 21 nhóm ngành kinh tế, thì hoạt động đầu tư trực tiếp nước ngoài đầu tư vào 19 nhóm ngành kinh tế ở Việt Nam, góp phần quan trọng trong chiến lược chuyển dịch cơ cấu kinh tế theo hướng công nghiệp hóa (Xem bảng 2). Theo tính toán của Bộ Kế hoạch - Đầu tư 58% tổng vốn đầu tư FDI tập trung vào lĩnh vực chế biến, chế tạo, tạo ra trên 50% giá trị sản xuất công nghiệp của cả nước.

Khu vực FDI đóng góp quan trọng trong xuất khẩu (XK), đưa Việt Nam trở thành nước có hoạt động thương mại lớn thứ 20 trên thế giới: Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa năm 2020 ước tính đạt 281,5 tỷ USD, tăng 6,5% so với năm 2019, trong đó khu vực kinh tế trong nước đạt 78,2 tỷ USD, giảm 1,1%, chiếm 27,8% tổng kim ngạch xuất khẩu; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài (kể cả dầu thô) đạt 203,3 tỷ USD, tăng 9,7%, chiếm 72,2%.

**Bảng 2: Tình hình đầu tư FDI vào Việt Nam theo ngành kinh tế (Lũy kế tính đến 20/12/2020)**

STT	Chuyên ngành	Số dự án	Tổng vốn đầu tư đăng ký (Triệu USD)
1	Công nghiệp chế biến, chế tạo	15,132	226,490.20
2	Hoạt động kinh doanh bất động sản	941	60,057.32
3	Sản xuất, phân phối điện, khí, nước, điều hòa	152	28,921.82
4	Dịch vụ lưu trú và ăn uống	891	12,506.70
5	Xây dựng	1,755	10,684.18
6	Bán buôn và bán lẻ; sửa chữa ô tô, mô tô, xe máy	5,181	8,484.48
7	Vận tải kho bãi	877	5,341.13
8	Khai khoáng	108	4,897.63
9	Giáo dục và đào tạo	581	4,411.27
10	Thông tin và truyền thông	2,323	3,966.70
11	Nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản	503	3,701.25
12	Hoạt động chuyên môn, khoa học công nghệ	3,539	3,691.22
13	Nghệ thuật, vui chơi và giải trí	138	3,391.52
14	Cấp nước và xử lý chất thải	80	2,923.42
15	Y tế và hoạt động trợ giúp xã hội	155	2,000.52
16	Hoạt động hành chính và dịch vụ hỗ trợ	487	963.38
17	Hoạt động dịch vụ khác	144	847.65
18	Hoạt động tài chính, ngân hàng và bảo hiểm	76	752.76
19	Hoạt động làm thuê các công việc trong các hộ gia đình	7	11.07
<b>Tổng</b>		<b>33,070</b>	<b>384,044.21</b>

*Nguồn: Bộ Kế hoạch - Đầu tư 2021*

## 2. Những tồn tại trong thu hút vốn FDI vào Việt Nam.

Nhìn lại trên 32 năm kể từ khi có Luật Đầu tư nước ngoài 12/1987, ngoài những thành tựu đóng góp cho nền kinh tế Việt Nam, hoạt động đầu tư trực tiếp nước ngoài cũng bộc lộ những tồn tại mà cho đến nay chưa được khắc phục đã tác động hạn chế đến kinh tế Việt Nam:

- Một thời gian dài ở nhiều địa phương lớn của Việt Nam vì thiếu vốn, tập trung vào nhiệm vụ giải quyết công ăn việc làm mà thu hút vốn FDI không có sự chọn

lọc: tập trung vào các dự án gia công may, gia công giày dép, túi xách, lắp ráp điện tử... đây là những dự án thâm dụng lao động, hiệu quả kinh tế thấp vì giá gia công ngày một giảm, tính phụ thuộc vào đối tác nước ngoài cao.

- Ít dự án FDI có công nghệ cao, tính lan tỏa về công nghệ thấp: Theo số liệu của Bộ Kế hoạch - Đầu tư, 80% doanh nghiệp (DN) FDI có công nghệ trung bình, 14% công nghệ thấp và lạc hậu, 6% là công nghệ cao. Bên cạnh đó, các DN FDI đầu tư công nghệ thấp dẫn tới chủ yếu sử dụng lao động phổ thông, người lao động ít có động lực nâng cao trình độ. Rất ít doanh nghiệp FDI lập phòng thí nghiệm để phát triển công nghệ ở Việt Nam. Cuộc cách mạng công nghệ số diễn ra mạnh mẽ, nhưng không nhiều các dự án FDI sử dụng thành quả công nghệ 4.0 vào trong sản xuất và thương mại dịch vụ tại Việt Nam. Khảo sát độc lập của Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam cũng cho thấy: Tỷ lệ DN sử dụng công nghệ tiên tiến của châu Âu chỉ chiếm khoảng 6%; trong khi đó, tỷ lệ DN FDI sử dụng công nghệ Trung Quốc khá cao, từ 30-45%, đa số trong số này là công nghệ trung bình và lạc hậu so với mặt bằng chung của thế giới.
- Vốn đầu tư FDI vào Việt Nam chủ yếu đến từ các nước châu Á, còn vốn từ Hoa Kỳ và EU chưa nhiều như kỳ vọng. Một hiện tượng đáng lưu ý: Hậu chiến tranh thương mại Mỹ - Trung vốn đầu tư từ Trung Quốc và Hồng Kông sang Việt Nam tăng mạnh và nhanh trong năm 2019-2020 và đầu năm 2021 những dự án lớn vào nước ta cũng đến từ Trung Quốc: Dự án công nghệ tế bào quang điện JA Solar PV Việt Nam (Trung Quốc), vốn đầu tư 210 triệu USD; hay Dự án Công ty TNHH Công nghệ Everwin (Hồng Kông - Trung Quốc) ; Xem số liệu ở bảng 3 về tình hình 6 nước đầu tư trực tiếp lớn nhất vào Việt Nam trong năm 2020, cho thấy vốn đầu tư của Trung Quốc và Hồng Kông cộng lại dẫn đầu nguồn vốn đầu tư FDI vào Việt Nam, nếu không xem xét và có sàng lọc khi tiếp nhận vốn, có khả năng ảnh hưởng tiêu cực đến XK của Việt Nam trong tương lai gần vì XK Việt Nam sang thị trường chủ lực của Việt Nam tăng mạnh dễ bị các nước NK áp dụng các biện pháp phòng vệ thương mại: Biện pháp chống bán phá giá, chống trợ cấp XK, biện pháp tự vệ... Ngoài ra, nhiều nhà quản lý và nghiên cứu đầu tư cho biết: Các dự án trước đây của Trung Quốc thường sử dụng công nghệ trung bình và lạc hậu tiêu tốn năng lượng, gây ô nhiễm, ngoài ra khá nhiều dự án có vốn Trung Quốc làm ăn thua lỗ, nợ lương công nhân, nợ tiền bảo hiểm, nợ thuế rồi bỏ trốn, không ít trường hợp người lao động Trung Quốc còn gây ra các vấn đề tệ nạn xã hội, gây mất an ninh trật tự địa phương... Cho nên rất cần các cấp quản lý Nhà nước từ Trung ương đến địa phương phải xây dựng cơ chế thu hút vốn FDI có hiệu quả, tránh tình trạng thu hút vốn bằng mọi giá.

**Bảng 3: Thu hút vốn FDI 06 đối tác lớn nhất năm 2020 vào Việt Nam**

Tính từ 01/01/2020 đến 20/12/2020

TT	Đối tác	Số dự án cấp mới	Vốn đăng ký cấp mới (triệu USD)	Số lượt dự án điều chỉnh	Vốn đăng ký điều chỉnh (triệu USD)	Số lượt góp vốn mua cổ phần	Giá trị góp vốn mua cổ phần (triệu USD)	Tổng vốn đăng ký (triệu USD)
1	Singapore	248	6,157.24	89	671.19	529	2,165.69	8,994.11
2	Hàn Quốc	609	1,205.80	354	1,740.13	1,823	1,003.18	3,949.11
3	Trung Quốc	342	1,582.05	134	487.56	804	389.82	2,459.43
4	Nhật Bản	272	786.03	155	432.96	523	1,148.99	2,367.98
5	Đài Loan	131	1,505.74	78	200.80	433	351.86	2,058.40
6	Hồng Kông	211	1,271.02	102	466.33	126	262.22	1,999.57

Nguồn: Bộ Kế hoạch - Đầu tư

- Nhiều dự án FDI gây ô nhiễm môi trường, thậm chí gây ô nhiễm môi trường nghiêm trọng: Theo kết quả thanh tra của Tổng cục Môi trường tại 28 tỉnh phía Bắc trong các năm 2017, 2018 và 2019 tỷ lệ doanh nghiệp FDI vi phạm các quy định về bảo vệ môi trường tăng lên trong các năm. Cụ thể, năm 2017 có 12/27 doanh nghiệp vi phạm, chiếm tỷ lệ 44,5%; năm 2018 có 14/25 doanh nghiệp vi phạm, chiếm tỷ lệ 56% và năm 2019 là 13/19 doanh nghiệp vi phạm, chiếm tỷ lệ 68%. Những dự án FDI ở miền Trung và miền Nam cũng vi phạm pháp luật, gây ô nhiễm môi trường lớn, như Công ty Vedan, Miwon, Formosa, khói bụi ô nhiễm của nhà máy Nhiệt điện Vĩnh Tân 2, Công ty Lee&Men gây ô nhiễm nguồn nước thải. Nhiều nguyên nhân dẫn tới thu hút các dự án FDI gây ô nhiễm như còn sự thiếu thống nhất trong quy định của Luật Môi trường và Luật Đầu tư, Luật Bảo vệ môi trường và Luật Xây dựng, giữa Luật Bảo vệ môi trường và Luật Tài nguyên nước... Bên cạnh đó, là các nguyên nhân khác, như thẩm định nội dung môi trường của các dự án FDI chưa chặt chẽ, chưa đánh giá kỹ rủi ro về môi trường. Ngoài ra hệ thống thu gom, vận chuyển chất thải nguy hại tại các khu công nghiệp chưa đáp ứng nhu cầu của các doanh nghiệp; hay sự thu hút đầu tư các ngành nghề phù hợp với phân khu chức năng của khu công nghiệp, cụm công nghiệp chưa được chú trọng...
- Một biểu hiện nữa trong hạn chế thu hút vốn nguồn vốn FDI là hiện tượng các DN FDI kê khai, báo lỗ đã khá lớn chiếm đến khoảng 50% tổng số DN FDI đang hoạt động trên cả nước. Hiện tượng kinh doanh lỗ của các doanh nghiệp FDI có nhiều nguyên nhân, nhưng “chuyển giá” là nguyên nhân phổ biến khiến tình trạng

“Lời thật, lỗ giả” nhằm né các khoản thuế phải đóng cho Việt Nam. Điển hình Tại TPHCM, có tới gần 60% trong số trên 3.500 DN FDI thường xuyên kê khai lỗ trong nhiều năm. Tỉnh Bình Dương, một trong những tỉnh thu hút được nhiều dự án FDI, cũng có đến 50% DN FDI báo cáo lỗ từ năm 2006-2011. Một điều bất hợp lý là mặc dù thua lỗ liên tục và lỗ lớn nhưng DN FDI vẫn mở rộng quy mô sản xuất, kinh doanh (điển hình như trường hợp của CocaCola hay Pepsi). Đáng chú ý, trong khi DN FDI báo lỗ thì hầu hết DN trong nước cùng ngành nghề đều có lãi, nhất là trong lĩnh vực may mặc, giày da, sản xuất kinh doanh sắt thép. Ví dụ nhiều công ty thép Việt Nam hoạt động có lãi, trong khi đó Formosa Hà Tĩnh lỗ lũy kế đến hết năm 2019 trên 25,3 nghìn tỷ đồng. Hoạt động chuyển giá của các DN FDI đã không những gây thất thu cho NSNN hàng chục nghìn tỷ đồng trong nhiều năm qua, còn tạo ra môi trường cạnh tranh không bình đẳng với các doanh nghiệp làm ăn chân chính trong hoạt động kinh doanh tại Việt Nam. Tìm cách giải quyết 5 tồn tại lớn kể trên sẽ góp phần nâng cao hiệu quả thu hút vốn FDI vào Việt Nam, góp phần đẩy nhanh phát triển kinh tế Việt Nam theo hướng bền vững, hội nhập.

### **3. Các giải pháp đề xuất nhằm nâng cao hiệu quả thu hút vốn FDI.**

#### **3.1. Quan điểm cần quán triệt trong thu hút vốn FDI vào Việt Nam**

Ở Việt Nam nhiều cấp quản lý nhà nước tham gia cấp giấy phép đầu tư FDI: Thủ tướng Chính phủ, UBND tỉnh thành phố, Ban quản lý các khu công nghiệp và khu chế xuất, khu công nghệ cao... Theo chúng tôi, khi xây dựng chiến lược thu hút vốn FDI ở cấp mình quản lý cần dựa vào các quan điểm chủ đạo sau:

- Nguồn vốn FDI rất quan trọng, không chỉ đơn thuần là tiền, tài sản mà có hoạt động đầu tư trực tiếp nước ngoài góp phần cải thiện thể chế chính sách ở tầm quốc gia, địa phương theo hướng đáp ứng yêu cầu của phát triển thị trường và hội nhập. Tạo môi trường cạnh tranh thúc đẩy sự phát triển kinh tế nội địa.
- Không thu hút vốn FDI với mọi giá, cần chọn lọc thu hút vốn phù hợp với chiến lược phát triển kinh tế – xã hội ở địa phương, gắn với quy hoạch phát triển kinh tế trung hạn và dài hạn. Ví dụ: Địa phương chủ trương phát triển du lịch hạn chế thu hút các dự án có khả năng gây ô nhiễm như nhiệt điện sử dụng than, địa phương phát triển nông nghiệp, thủy sản hạn chế thu hút các dự án có thể gây nhiễm nguồn nước: sản xuất giấy, hồ tất nhộm vải, thuộc da...
- Với những dự án FDI “tiềm năng” có chiến lược cạnh tranh tốt, cụ thể để thu hút: cơ chế chính sách, cơ sở hạ tầng, hỗ trợ đào tạo nguồn nhân lực.

### 3.2. Những cơ hội cần chủ động nắm bắt để thu hút các dự án FDI có chất lượng cao

- Đến nay, tháng 4/2021 nhiều nước trong khu vực và thế giới vẫn còn đối phó với dịch Covid thì Việt Nam đang đối phó tốt với dịch và mở rộng tiêm chủng vaccine ngừa Covid trong dân, mở ra điều kiện sớm và tốt hồi phục kinh tế. Đây là cơ hội cho các dự án FDI có chất lượng mở rộng đầu tư: Samsung, LG cũng đang liên tiếp mở rộng các hoạt động đầu tư, kinh doanh ở Việt Nam. Không chỉ là đầu tư cho sản xuất, cả Samsung và LG đều đang từng bước biến Việt Nam trở thành trung tâm R&D lớn của họ với hàng ngàn kỹ sư công nghệ cao được tuyển dụng làm việc.
- Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung thời kỳ tổng thống mới ông Biden vẫn tiếp tục, nhiều công ty công nghệ của Hoa Kỳ, Nhật Bản rời Trung Quốc sang các nước khác đầu tư và Việt Nam được coi là một điểm đến: Tập đoàn Pegatron (Đài Loan) - một trong 5 nhà sản xuất linh kiện, sản phẩm điện tử hàng đầu thế giới - đang đề xuất đầu tư khoảng 1 tỷ USD để xây dựng nhà máy sản xuất tại khu công nghiệp Nam Đình Vũ, TP Hải Phòng. Đáng lưu ý, Pegatron cũng đang có ý định đưa trung tâm nghiên cứu và phát triển (R&D) từ Trung Quốc về Việt Nam vào thời điểm phù hợp. Dự án này đi vào hoạt động dự kiến sẽ tạo việc làm cho khoảng 22.500 lao động trực tiếp và đóng góp vào nguồn thu ngân sách ở thời kỳ đầu khoảng 100 tỷ đồng/năm. Foxconn, Luxshare vào Việt Nam được 3 năm và đang tăng tốc đầu tư và đẩy mạnh sản xuất tại Việt Nam và nhiều dự án chất lượng cao khác nữa.
- Việt Nam cùng với Singapore dẫn đầu các nước ở châu Á ký nhiều hiệp định thương mại tự do, trong đó có 15 hiệp định đã có hiệu lực, trong số này có 3 hiệp định thương mại tự do thế hệ mới như: CPTPP (2019), EVFTA (8.2020), Hiệp định thương mại tự do Việt Nam - Anh Quốc - Bắc Ai len (2.2021). Các hiệp định này không những ảnh hưởng tích cực đến quá trình hoàn thiện thể chế Việt Nam có lợi cho DN, trong đó có doanh nghiệp FDI, mà còn cho phép các nhà đầu tư tổ chức sản xuất XK sang gần 40 thị trường cao cấp khác với những ưu đãi thương mại, nhờ đó tăng sức cạnh tranh trong tiêu thụ hàng hóa XK.
- Đất nước đang chuyển mình, môi trường kinh doanh đang hoàn thiện, cơ sở hạ tầng được đầu tư lớn, mạng 5G do chính các nhà mạng của chúng ta thực hiện đang triển khai hỗ trợ cho phát triển kinh tế số ở Việt Nam... Đây là cơ hội quan trọng giúp đất nước tăng cạnh tranh trong thu hút nguồn vốn FDI có chất lượng, góp phần thúc đẩy kinh tế số ở Việt Nam.

### 3.3. Những thách thức trong thu hút vốn FDI có chất lượng

- Cạnh tranh trong thu hút vốn đầu tư FDI chạy khỏi Trung Quốc rất lớn: Ấn Độ, Thái Lan, Indonesia... các nước này đều có chính sách và chiến lược đặc biệt thu hút cụ thể với từng dự án đầu tư chất lượng cao có kế hoạch rời khỏi Trung Quốc.

Tất cả các nước đều đang trong quá trình cải thiện môi trường đầu tư để tăng tính hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài.

- Vốn đầu tư FDI đến Việt Nam từ “thiên đường thuế” khá nhiều, ví dụ đến từ BritishVirginIslands 869 dự án với số vốn đăng ký lên đến 22,25 tỷ USD;
- Từ đảo Samoa thuộc Mỹ 386 dự án với số vốn trên 8,2 tỷ USD; Đảo Cayman Island: 120 dự án, số vốn đăng ký 7,25 tỷ USD<sup>4</sup>. Hiện tượng này tác động khó khăn đến tình hình kiểm soát chuyển giá trong khu vực FDI ở Việt Nam.
- Chất lượng nguồn nhân lực VN còn có nhiều hạn chế, khó đáp ứng yêu cầu của các dự án công nghệ cao có quy mô lớn.
- Công nghiệp hỗ trợ phục vụ cho các dự án công nghệ cao của Việt Nam còn nhiều hạn chế, doanh nghiệp nội địa nhỏ về quy mô, trình độ công nghệ thấp nên chưa thể trở thành vệ tinh, là mắt xích trong chuỗi cung ứng của các tập đoàn đa quốc gia. Thực trạng này dẫn tới hạn chế tính lan tỏa của các dự án FDI đối với phát triển các ngành kinh tế Việt Nam.
- Cơ sở hạ tầng: Đường xá, cầu cảng, điện, internet của các vùng miền Việt Nam có nhiều cải thiện, nhưng so với nhiều nước vẫn còn nhiều hạn chế, tắc nghẽn giao thông, chi phí vận tải cao, điện nước chập chờn, đặc biệt ở Tây Nam bộ và Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam. Tình trạng này tác động bất lợi đến khả năng thu hút các dự án lớn có trình độ công nghệ cao.

### **3.4. Các giải pháp đề xuất nhằm nâng cao hiệu quả thu hút vốn FDI**

#### **3.4.1. Những giải pháp đón bắt các tập đoàn lớn, chất lượng cao chuyển hướng đầu tư từ Trung Quốc vào các nước khác**

##### **Kiến nghị với Trung ương**

- Bộ Kế hoạch và Đầu tư phối hợp với Bộ Ngoại giao và các bộ ngành khác xây dựng chiến lược thu hút vốn đầu tư từ các tập đoàn công nghệ lớn trình Thủ tướng Chính phủ phê duyệt (địa bàn địa phương, ngành công nghệ ưu tiên, chính sách khuyến khích, hỗ trợ đầu tư mang tính cạnh tranh...).
- Thành lập tổ công tác đặc biệt được sự chỉ đạo trực tiếp của Thủ tướng Chính phủ, bao gồm Cục Đầu tư nước ngoài thuộc Bộ Kế hoạch - Đầu tư, đại diện cấp cao của Bộ Ngoại giao... được sự ủy quyền của Thủ tướng để đi đàm phán với các tập đoàn, các doanh nghiệp công nghệ cao có ý định dịch chuyển đầu tư khỏi Trung

---

<sup>4</sup> Nguồn Bộ kế hoạch đầu tư- Tính



Quốc. Từng dự án có thể có chiến lược ưu đãi khác nhau phụ thuộc vào quy mô vốn, doanh thu XK, trình độ công nghệ...

- Chủ động xây dựng chiến lược Marketing bài bản: giới thiệu tiềm năng về đất đai, lao động, tính hấp dẫn môi trường đầu tư của Việt Nam cho các nhà đầu tư nước ngoài. Cung cấp cho đối tác địa chỉ giúp giải quyết các vấn đề mà nhà đầu tư quan tâm liên quan đến thể chế chính sách, cơ sở hạ tầng, đất đai...
- Xây dựng hệ thống dữ liệu lớn ( Big data) phục vụ cho thu hút và kiểm tra kiểm soát hoạt động đầu tư FDI tại Việt Nam. Các thông tin ưu tiên lưu trữ:
  - Lịch sử, tổ chức, mạng lưới kinh doanh tình hình biến động trong đầu tư, kinh doanh... của các tập đoàn đa quốc gia trên thế giới, ưu tiên thu thập thông tin về các nhà đầu tư lớn đang hoạt động tại Trung Quốc và châu Á.
  - Thu thập thông tin về chi phí, lợi nhuận, tỷ suất lợi nhuận bình quân của các doanh nghiệp trong và ngoài nước ở một số ngành hàng: Dệt may, sản xuất sắt thép, nhựa... làm căn cứ thực tế để đấu tranh với hoạt động chuyển giá ở các doanh nghiệp FDI, hỗ trợ cho hoạt động thanh tra kiểm tra hoạt động tại các DN FDI.
  - Cập nhật tình hình cho thuê đất tại các khu công nghiệp ở Việt Nam (đất trồng, giá cho thuê, thuế, các loại chi phí, khả năng thỏa mãn nhân công...) để sẵn sàng cung cấp thông tin kịp thời cho các nhà đầu tư, nhà nghiên cứu chính sách.
  - Thông tin về cơ chế chính sách liên quan đến đầu tư của các nước trong khu vực bao gồm cả kinh nghiệm. Những thông tin này giúp các nhà hoạch định chính sách điều chỉnh cơ chế đầu tư.
  - Thông tin về các nhà đầu tư FDI vào Việt Nam như quốc tịch vốn đăng ký, vốn thực hiện, công nghệ sử dụng, địa bàn và chi nhánh đầu tư trên lãnh thổ Việt Nam, quy mô, doanh thu, XNK, đóng góp ngân sách...
- Đánh giá theo định kỳ việc thực hiện Nghị quyết số 50-NQ/TW ngày 20/8/2019 của Bộ Chính trị về định hướng hoàn thiện thể chế, chính sách, nâng cao chất lượng, hiệu quả hợp tác đầu tư nước ngoài đến năm 2030 để tiếp tục hoàn thiện môi trường đầu tư theo hướng tạo điều kiện thuận lợi hơn nữa cho các nhà đầu tư nước ngoài.
- Bộ Công Thương phối hợp với Bộ Kế hoạch - Đầu tư đề xuất kế hoạch giải pháp cụ thể thực hiện Nghị quyết 115/NQ-CP ngày 6/08/2020 về các giải pháp phát triển công nghiệp hỗ trợ ở Việt Nam. Thực hiện mục tiêu nêu trong nghị quyết đến năm 2030 sản phẩm công nghiệp hỗ trợ đáp ứng 70 % nhu cầu sản xuất trong nước, chiếm 14% giá trị của toàn ngành công nghiệp. Hỗ trợ để hình thành 2.000 doanh nghiệp tham gia cung cấp sản phẩm hỗ trợ cho các tập đoàn đa quốc gia hoạt động tại Việt Nam và XK sang các nước trong khu vực. Nhà nước hỗ trợ để hình thành các doanh nghiệp

sản xuất sản phẩm công nghiệp hỗ trợ mạnh có đủ sức mạnh về vốn và công nghệ để dẫn dắt công nghiệp hỗ trợ trong nước phát triển.

- Xây dựng cơ chế chính sách ưu đãi mang tính cạnh tranh đối các tập đoàn đa quốc gia đầu tư, đặt trụ sở và thành lập các trung tâm R&D, trung tâm đổi mới sáng tạo tại Việt Nam. Hỗ trợ cho vấn đề rất cần thiết Việt Nam phải củng cố hoạt động bảo hộ quyền sở hữu trí tuệ, tạo sự yên tâm cho các nhà đầu tư khi phát triển hoạt động sáng tạo tại Việt Nam.
- Nâng cao hiệu lực, hiệu quả quản lý nhà nước về FDI; đặc biệt tăng cường công tác kiểm tra, thanh tra, kiểm toán để đảm bảo các DN FDI sử dụng đúng, hiệu quả nguồn lực, cũng như đảm bảo cam kết đầu tư. Tăng cường và đổi mới công tác kiểm tra, giám sát theo hướng tạo điều kiện cho DN hoạt động có hiệu quả; phối hợp giữa các cơ quan quản lý nhà nước để tránh chồng chéo trong thanh tra, kiểm tra; tăng cường hậu kiểm với các dự án FDI sau khi được cấp phép.
- Ngoài việc hoàn thiện chính sách chống chuyển giá, việc nâng cao trình độ của các cán bộ quản lý thuế ở các doanh nghiệp có yếu tố quốc tế giúp tránh thất thu thuế, tạo môi trường cạnh tranh công bằng nâng cao hiệu quả thu hút vốn FDI.
- Nghiên cứu hệ thống chỉ tiêu mang tính lượng hóa dùng để đánh giá tính hiệu quả thu hút FDI (chỉ tiêu này giúp sớm xác định dự án có chất lượng; tăng cường giải pháp quản lý nhà nước...).

### **Kiến nghị với các địa phương**

Để nâng cao năng lực và hiệu quả thu hút vốn FDI, các cơ quan quản lý nhà nước cấp tỉnh, thành phố cần chủ động áp dụng các biện pháp đồng bộ sau đây:

- Chủ động xây dựng chiến lược thu hút vốn đầu tư FDI: chiến lược phải nhằm phục vụ cho chiến lược phát triển kinh tế - xã hội của địa phương.
- Hỗ trợ xây dựng các tập đoàn kinh tế mạnh trong nước (kể cả các tập đoàn công nghệ tư nhân), họ là những đối tác quan trọng để hợp tác và cạnh tranh với khu vực kinh tế FDI.
- Không thu hút các dự án gây ô nhiễm, khó kiểm soát.
- Tăng cường mối liên kết kinh tế với các tỉnh bạn trong thu hút đầu tư (giới thiệu các dự án không phù hợp với quy hoạch đầu tư của mình về ngành và quy mô đầu tư...)
- Đánh giá tiềm năng thu hút đầu tư FDI: Quỹ đất, nguồn nhân lực, khả năng đáp ứng sản phẩm công nghiệp hỗ trợ; giá cả triển khai đầu tư (tiền thuê đất, lương, chi phí điện nước, chi phí và thời gian liên quan đến vận tải...) nhận diện rõ những mặt mạnh và hạn chế, chủ động đề xuất các giải pháp duy trì và phát triển điểm mạnh, khắc phục.

- Nâng cao hoạt động Marketing địa phương: xây dựng video hay (bằng các ngôn ngữ khác nhau), chuyên nghiệp giới thiệu về cơ hội tiềm năng đầu tư vào địa phương, thế mạnh của địa phương, ưu đãi của địa phương giành cho những dự án có chất lượng cao: hỗ trợ tiền thuê mặt bằng, chính sách miễn giảm thuế...

### **Tài liệu tham khảo**

Bộ hướng hoàn thiện thể chế, chính sách, nâng cao chất lượng, hiệu quả hợp tác đầu tư nước ngoài đến năm 2030 Chính trị (2019), Nghị quyết số 50-NQ/TW ngày 20/8/2019 của Bộ Chính trị về định;

Nghị quyết 115/NQ-CP ngày 6/08/2020 của Chính phủ về các giải pháp thúc đẩy phát triển công nghiệp hỗ trợ .

Chính phủ (2018), Chiến lược và định hướng chiến lược thu hút FDI thế hệ mới giai đoạn 2018-2030;

Nguyễn Mai (2020), Đầu tư trực tiếp nước ngoài 2019, dự báo 2020 và dài hạn, <https://baodautu.vn/dau-tu-truc-tiep-nuoc-ngoai-2019-du-bao-2020-va-daihan-d113916.html>;

Quốc Bình (2020), Thu hút FDI, <https://nhandan.com.vn/baothoinay-kinhte/thuhut-dong-von-fdi-580255/>.

## DÒNG VỐN QUỐC TẾ: NHỮNG XU HƯỚNG MỚI

Võ Đình Trí \*

### Tóm tắt

*Trong các nghiên cứu mới đây về sự dịch chuyển của dòng vốn quốc tế, nhiều học giả có ảnh hưởng lớn đã có những phát hiện mới về việc thay đổi dòng vốn: các yếu tố đẩy (push factors), đặc biệt là chu kỳ tài chính toàn cầu (global financial cycles) giữ một vai trò rất quan trọng. Bên cạnh đó, dòng vốn gộp (gross in/out flows) ngày càng trở thành một chỉ số quan trọng để đo lường mức độ rủi ro biến động của dòng vốn, và các chính sách tiền tệ của các ngân hàng trung ương lớn, đặc biệt là Fed, có ảnh hưởng đáng kể đến sự dịch chuyển và biến động của dòng vốn quốc tế.*

**Từ khóa:** Dòng vốn quốc tế, chu kỳ tài chính, Fed.

### 1. Giới thiệu

Trong một nghiên cứu về các lịch sử các cuộc khủng hoảng tài chính, (Reinhart & Rogoff, 2010) đã phát hiện ra rằng các cuộc khủng hoảng tài chính nghiêm trọng đều có mối quan hệ mật thiết với sự biến động lớn của các dòng vốn quốc tế. Trong trường hợp có sự dừng lại đột ngột và dịch chuyển ngược của dòng vốn, sự bất ổn của các nước nhận vốn sẽ tăng đột biến, dẫn đến khủng hoảng tiền tệ, khủng hoảng ngành ngân hàng, và từ đó là khủng hoảng tài chính. Một dấu hiệu cảnh báo quan trọng theo (Agosin & Huaita, 2011) là có một sự gia tăng đột ngột trong dòng vốn vào các nền kinh tế mới nổi. Và khi khủng hoảng xảy ra, những nước nào phụ thuộc vào dòng vốn từ ngân hàng lại là những nước bị ảnh hưởng nghiêm trọng nhất (Milesi-Ferretti & Tille, 2011).

Một câu hỏi thu hút nhiều quan tâm của giới nghiên cứu là những nhân tố nào là trọng yếu trong việc hình thành các dòng vốn, là các yếu tố đẩy hay các yếu tố kéo (Calvo et al., 1996); (Agénor, 1998); (Forbes & Warnock, 2012); (Fratzscher, 2012), và chính sách

---

\*Trường Đại học Kinh tế TP. HCM và IPAG Business School Paris | Email liên hệ:  
[vodinhtri@ueh.edu.vn](mailto:vodinhtri@ueh.edu.vn)

tiền tệ của Fed có ảnh hưởng như thế nào đến dòng vốn vào-ra ở các nền kinh tế mới nổi (Ghosh et al., 2016); (Chari et al., 2021); (Pagliari & Hannan, 2017); (Eichengreen et al., 2018). Về lý thuyết nền tảng, các yếu tố đẩy ở đây chính là sự biến động trong việc điều chỉnh dòng vốn theo rủi ro toàn cầu hay chính sách tiền tệ của các nền kinh tế có sức ảnh hưởng lớn. Còn các yếu tố kéo ở đây chính là các yếu tố cơ bản của nền kinh tế từng quốc gia, tạo ra sức hút.

Trong một nghiên cứu có nhiều ảnh hưởng, (Miranda-Agrippino & Rey, 2020) đã cho thấy rằng chỉ có một yếu tố, đó là yếu tố tài chính toàn cầu (global financial factor), là có ảnh hưởng nhiều nhất đến sự dịch chuyển của các dòng vốn. Bên cạnh đó là chính sách tiền tệ của các nền kinh tế trung tâm của thế giới. (Eller et al., 2020) cũng đã khẳng định kết quả này với mẫu nghiên cứu 43 quốc gia, giai đoạn 1994-2015 với kết luận rằng các yếu tố toàn cầu là có ảnh hưởng nhiều nhất, thậm chí còn tăng hơn sau khủng hoảng tài chính toàn cầu (GFC) 2008-2009. Bên cạnh đó, kết quả của nhóm tác giả này cũng ủng hộ các kết luận trong nghiên cứu của (Bruno & Shin, 2015), (Anaya et al., 2017) khi cho rằng chính sách tiền tệ của Fed có tác động lớn đến sự dịch chuyển của các dòng vốn quốc tế, nhất là chảy vào các nền kinh tế mới nổi.

Yếu tố tài chính toàn cầu đã được (Davis et al., 2021) cụ thể hóa bằng chu kỳ tài chính toàn cầu (global financial cycle) và cùng với yếu tố giá năng lượng, 2 yếu tố này đã giải thích được rất nhiều sự biến động của các dòng vốn, ở cả gộp lẫn ròng, cả ở nhóm các nước phát triển và nhóm các nước mới nổi. Sự thay đổi của các yếu tố đẩy ảnh hưởng nhiều và có ý nghĩa thống kê đến dòng vốn vào của các nền kinh tế mới nổi, đặc biệt là các dòng vốn liên quan đến ngân hàng, danh mục trái phiếu, và cổ phiếu (Cerutti et al., 2019).

Có thể coi là một yếu tố đẩy với các nền kinh tế mới nổi, nhưng cũng là một yếu tố tài chính toàn cầu, đó chính là ảnh hưởng của các chính sách đến từ Fed. Sau khủng hoảng tài chính toàn cầu, các chính sách nới lỏng định lượng được các ngân hàng trung ương lớn sử dụng triệt để, nhưng cũng phải dè chừng với các hệ lụy của tiền rẻ, tiền dễ. Vào năm 2013, khi Fed định thắt chặt lại với cái gọi là “Taper Tantrum”, thì thị trường vốn đã có những phản ứng tiêu cực, ảnh hưởng nhiều đến các nền kinh tế mới nổi. Nghiên cứu của (Dahlhaus & Vasishtha, 2020) cho thấy ảnh hưởng của các nền kinh tế từ chính sách tiền tệ của Mỹ là không giống nhau, với mốc thời gian là 2013 gắn liền với giai đoạn thắt chặt như đã đề cập ở trên. Đối với các nước đón nhận dòng vốn, các yếu tố vĩ mô và sự nhạy cảm với quốc tế những nguyên nhân bổ trợ quan trọng. Bên cạnh đó, (Chari et al., 2021) khi nghiên cứu về giai đoạn thắt chặt tiền tệ 2013 của Fed đã cho thấy có ảnh hưởng nhiều đến danh mục của các nhà đầu tư Mỹ ở các nền kinh tế mới nổi. Cụ thể là trong các nhóm tài sản, và sự nhạy cảm của cổ phiếu là lớn hơn trái phiếu, và vốn tài chính là lớn hơn vốn tài sản hữu hình.

## 2. Các nhân tố ảnh hưởng đến dòng vốn

Trong một nghiên cứu theo hướng tổng hợp và phân tích các nghiên cứu có ảnh hưởng trong lĩnh vực dòng vốn quốc tế, (Koepke, 2019) đã làm một khảo sát rất công phu về các yếu tố ảnh hưởng đến sự luân chuyển của các dòng vốn. Điều quan trọng được nhắc đến đầu tiên trong nghiên cứu này chính là hệ thống lý thuyết khung đẩy-kéo (Push-Pull Framework).

Trước khi khung lý thuyết này được hình thành, sự dịch chuyển của các dòng vốn được nhìn nhận từ góc độ là các yếu tố bên ngoài (external conditions) hay đặc điểm riêng của các nền kinh tế đón nhận dòng vốn (country-specific factors). Nhưng kể từ khi có công trình nghiên cứu mang tính bước ngoặt của (Calvo et al., 1993) và (Fernandez-Arias, 1996), các nghiên cứu về dòng vốn quốc tế đã có một khung lý thuyết hoàn chỉnh và vững chắc hơn. Lý do nằm ở chỗ khung lý thuyết này đơn giản, dễ hình dung nhưng vẫn bao hàm được những động lực chính của dòng vốn. Từ góc độ của một nền kinh tế mới nổi, các yếu tố vĩ mô hay phát triển tài chính ảnh hưởng đến dòng vốn đều có thể được tách riêng ra thành nội tại hay bên ngoài.

Tuy nhiên, lý thuyết nào cũng có những hạn chế, và khung lý thuyết đẩy-kéo cũng vậy. Có một số vấn đề mà khó có thể phân biệt là kéo hay đẩy, là nội tại của nền kinh tế hay do bên ngoài. Nổi bật trong đó là vấn đề lây lan (contagion), một nâng lý thuyết và nghiên cứu đồ sộ khác trong kinh tế và tài chính.

Ngoài ra, hạn chế của lý thuyết kéo-đẩy là một số yếu tố, dù bên kéo hay đẩy, lại mang tính hai mặt của một vấn đề. Chẳng hạn nếu tốc độ tăng trưởng của một nền kinh tế mới nổi có ảnh hưởng tương đương với sự suy giảm của của nền kinh tế đã phát triển, thì dòng vốn sẽ được quyết định bởi sự chênh lệch (differential) giữa hai tốc độ này. Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu đã cho thấy rằng tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế mới nổi lấn át ảnh hưởng của sự suy giảm trong tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế đã phát triển.

Tương tự như vậy là sự thay đổi lãi suất của các nước có ảnh hưởng quan trọng đến kinh tế thế giới như Mỹ chẳng hạn. Việc lãi suất ở Mỹ giảm có thể có ảnh hưởng ngang bằng với việc lãi suất ở các nước mới nổi tăng, và theo đó dòng vốn sẽ được quyết định bởi chênh lệch lãi suất. Tuy nhiên nhiều nghiên cứu thực nghiệm cho thấy ảnh hưởng này là không rõ ràng. Nhưng nếu chỉ tập trung vào sự thay đổi lãi suất của các nền kinh tế lớn, thì kết quả lại khá rõ ràng trong tác động đến dòng vốn vào các nền kinh tế mới nổi (Ahmed & Zlate, 2014).

Cho dù vậy, khung lý thuyết kéo-đẩy vẫn là một nền tảng lý thuyết chắc chắn, hữu ích để phát triển, khám phá những yếu tố mới trong ảnh hưởng đến sự dịch chuyển của các dòng vốn.

Các cấu phần (components) của lý thuyết kéo-đẩy được chia ra thành ba thành phần chính: dòng vốn danh mục vốn cổ phần (equity), dòng vốn danh mục nợ (debt), và dòng vốn danh mục ngân hàng (bank). Trong khi đó, liên quan đến các yếu tố đẩy thì gồm có yếu tố né tránh rủi ro toàn cầu (global risk aversion), lãi suất của các nước phát triển, và tốc độ tăng trưởng của các nước phát triển. Liên quan đến các yếu tố kéo thì gồm có tăng trưởng của nước nhận vốn, khả năng sinh lời của tài sản, và các chỉ số rủi ro quốc gia.

Né tránh rủi ro toàn cầu là một yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến dòng vốn quốc tế, được khẳng định trong nhiều nghiên cứu, đặc biệt sau khủng hoảng 2008-2009 (Milesi-Ferretti & Tille, 2011); (Fratzscher, 2012); (Broner et al., 2011); (Bruno & Shin, 2015). Biến số được dùng nhiều nhất để đo lường rủi ro là mức độ biến động chỉ số cổ phiếu của Mỹ (VIX Index) và mức chênh lệch giữa lợi tức trái phiếu doanh nghiệp xếp hạng BBB và Công trái Mỹ.

Cũng bởi vì trong dịch chuyển dòng vốn có phân chia thành vốn cổ phần và nợ, nên việc sử dụng VIX hay chênh lệch lợi tức nên khả năng giải thích khi sử dụng thước đo khác nhau cũng có sự sai lệch. Nhưng dù gì, thì cả hai đều có ảnh hưởng quan trọng đến sự dịch chuyển của dòng vốn.

Lãi suất ở các nước phát triển cũng là một đối tượng nghiên cứu quan trọng trong sự dịch chuyển dòng vốn quốc tế. Các nghiên cứu thường sử dụng lãi suất của Mỹ như là đại diện và phần lớn đi đến kết luận rằng khi lãi suất ở Mỹ tăng, sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến dòng vốn gián tiếp dạng danh mục và ngược lại. Trong khi đó, ảnh hưởng của lãi suất đến dòng vốn ngân hàng thì kết quả không được rõ ràng.

Đi vào chi tiết, sự thay đổi lãi suất có ảnh hưởng nhiều hơn đối với các dòng vốn danh mục nợ hơn là dòng vốn danh mục vốn cổ phần ((Taylor & Sarno, 1997); (Koepke, 2019); (Dahlhaus & Vasishtha, 2020). Chỉ có một ngoại lệ là nghiên cứu của (Chuhan et al., 1998), cho thấy dòng vốn vốn cổ phần chịu tác động của lãi suất nhiều hơn dòng vốn nợ, với mẫu nghiên cứu là 18 nền kinh tế mới nổi Nam Mỹ và châu Á, trong giai đoạn 1988-1992.

Liên quan đến tốc độ tăng trưởng của các nền kinh tế phát triển, không có nhiều bằng chứng ủng hộ cho lập luận này. Chẳng hạn như công trình của (Baek, 2006) thì phát hiện có ý nghĩa thống kê trong mối quan hệ cùng chiều với mẫu nghiên cứu các nước châu Á, nhưng không đúng với các nước châu Mỹ Latinh. Không khi đó thì nghiên cứu của (Ahmed & Zlate, 2014) thì không tìm được kết quả có ý nghĩa thống kê. Đối với dòng vốn ngân hàng, các nghiên cứu của (Jeanneau & Micu, 2011) thì khẳng định nhưng (Ferrucci et al., 2004) thì lại không.

Ở phía bên kia của dòng vốn, là nơi tiếp nhận thì các yếu tố được quan tâm nhiều là tốc độ tăng trưởng, mức sinh lời của tài sản, và các chỉ số rủi ro quốc gia. Hầu hết các

nghiên cứu đều có điểm chung là khẳng định tăng trưởng kinh tế nội địa là yếu tố quan trọng để thu hút dòng vốn nước ngoài. Riêng đối với dòng vốn ngân hàng, các bằng chứng là rất thuyết phục. Trong các nghiên cứu quan trọng, có thể kể đến công trình của (Ferrucci et al., 2004), (Bruno & Shin, 2015), (Herrmann & Mihaljek, 2013). Các nghiên cứu này đều dùng dữ liệu của BIS, số liệu tài sản ngân hàng xuyên biên giới, thay vì cán cân thanh toán (BoP) nên cũng là một hạn chế. Một hạn chế khác trong các nghiên cứu về dịch chuyển dòng vốn và tăng trưởng là sự khác biệt về tần suất của dữ liệu, có dữ liệu theo tuần, theo tháng, nhưng những dữ liệu còn lại chỉ có theo quý hoặc năm. Nhưng những bước tiến trong phương pháp kinh tế lượng như MIDAS có thể khắc phục được phần nào.

Mức sinh lời của tài sản ở nền kinh tế nhận vốn cũng được dùng là một biến số quan trọng trong các nghiên cứu. Được xem là một yếu tố kéo quan trọng, nhưng bằng chứng chưa đủ mạnh trong dòng vốn gián tiếp. Đối với dòng vốn ngân hàng, thì một số nghiên cứu đã cho thấy mức sinh lợi của thị trường chứng khoán, định giá cao đồng nội tệ, và hiệu quả hoạt động của ngành ngân hàng là những sức hút mạnh đối với dòng vốn này.

Các nghiên cứu về dòng vốn thông qua đầu tư gián tiếp chủ yếu sử dụng dữ liệu của quỹ tương hỗ hay ETF chuyên về thị trường mới nổi (Fratzscher, 2012); (Lo Duca et al., 2012). Tuy nhiên, mức độ biến động cao của mức sinh lợi cũng làm giảm đáng kể lượng vốn chảy vào, đặc biệt là biến động của tỷ giá.

Các nghiên cứu về ảnh hưởng của các chỉ số rủi ro quốc gia và dòng vốn cho thấy bằng chứng là rõ ràng hơn đối với dòng vốn ngân hàng hơn là dòng vốn danh mục (đầu tư gián tiếp). Tỷ lệ nợ nước ngoài cao là một chỉ số của rủi ro quốc gia, và khi chỉ số này cao, dòng vốn ngân hàng sẽ giảm (Jeanneau & Micu, 2011); (Ferrucci et al., 2004). Các chỉ số khác như xếp hạng tín nhiệm của chính phủ, của nhà đầu tư tổ chức, và tỷ nợ công trên GDP cũng có liên quan đến dòng vốn ngân hàng. Một số nghiên cứu khác cũng nhấn mạnh đến các biến số liên quan đến thể chế như tham nhũng, chất lượng hệ thống pháp lý, hay thậm chí là biến số sức hút liên quan đến khoảng cách địa lý.

### **3. Chu kì tài chính toàn cầu**

Trong những năm gần đây, nghiên cứu về sự dịch chuyển của dòng vốn, các yếu tố đẩy thường được gắn liền với một khái niệm mới là “chu kỳ tài chính toàn cầu”. Khái niệm này hàm ý một số yếu tố phổ biến, đến từ các nền kinh tế phát triển, và ảnh hưởng đến hầu hết các nền kinh tế còn lại trên thế giới. Các yếu tố này được chấp nhận rộng rãi là chính sách tiền tệ của Mỹ, cung thanh khoản toàn cầu, và chiến lược né tránh rủi ro toàn cầu.

Trong một số nghiên cứu, chu kỳ tài chính toàn cầu còn được xem như chu kỳ kinh doanh toàn cầu, hay là chỉ số VIX (Rey, 2015). Trong bài báo có nhiều ảnh hưởng của



mình, Rey đã mô tả chu kỳ tài chính toàn cầu chuyển động theo VIX. Theo đó, thị trường tài sản ở những quốc gia có nhiều dòng vốn tín dụng vào sẽ nhạy cảm hơn với chu kỳ toàn cầu. Ngoài ra, chu kỳ toàn cầu này cũng không song hành nhiều với các đặc điểm vĩ mô của nền kinh tế nước tiếp nhận dòng vốn. Các dấu hiệu trong biến động lớn của dòng vốn có thể bắt đầu từ các đợt bong bóng tài sản, cung tín dụng vượt mức, và đây cũng là những chỉ dấu sớm của khủng hoảng tài chính.

Bên cạnh VIX, chính sách tiền tệ của nền kinh tế trọng điểm, như Mỹ chẳng hạn, cũng là một yếu tố quan trọng của chu kỳ tài chính toàn cầu, ảnh hưởng đến tỷ lệ đòn bẩy của hệ thống ngân hàng toàn cầu, dòng vốn và tăng trưởng tín dụng. Một kết luận quan trọng của Rey, nhưng cũng gây tranh cãi, là khi dòng vốn được tự do hoàn toàn, chu kỳ tài chính toàn cầu sẽ kèm hãm chính sách tiền tệ của một quốc gia, bất kể chính sách tỷ giá của quốc gia đó là gì. Chính vì vậy theo Rey, bộ ba bất khả khi của Mundell (trilemma) khi đó dưới tác động của chu kỳ tài chính toàn cầu, chỉ còn là thế lưỡng nan (dilemma): chính sách tiền tệ độc lập chỉ có thể khi và chỉ khi tài khoản vốn được kiểm soát.

Bởi vì dòng vốn của một nền kinh tế phụ thuộc mạnh vào chu kỳ tài chính toàn cầu, chính sách tỷ giá hối đoái, dự trữ ngoại hối, chính sách tài khóa cẩn trọng và thị trường chứng khoán phát triển có thể giúp nền kinh tế giảm thiểu những tác động tiêu cực từ chu kỳ tài chính toàn cầu (Eller et al., 2020).

#### **4. Chính sách của Fed**

Là nền kinh tế lớn nhất và quan trọng thế giới, ảnh hưởng vô cùng to lớn đối với kinh tế toàn cầu của Mỹ, thông qua Fed, là điều hiển nhiên. Trong hầu hết các nghiên cứu quan trọng về dòng vốn, dù dựa trên khung lý thuyết kéo-đẩy hay tách riêng các yếu tố bên ngoài thì chính sách tiền tệ của Mỹ luôn là một biến số quan trọng trong các thiết kế nghiên cứu.

(Bruno & Shin, 2015), (Anaya et al., 2017) đã chứng minh được các chính sách của Fed đã ảnh hưởng quan trọng đến dòng vốn toàn cầu. (Miranda-Agrippino & Rey, 2020) cũng đã có những bằng chứng quan trọng để khẳng định rằng khi Fed thực hiện thắt chặt tiền tệ, các hoạt động khác đều bị co lại, từ giá tài sản, đến tín dụng, đến các điều kiện tài chính.

Các chính sách tiền tệ truyền thống của Fed đã có ảnh hưởng đến dòng vốn toàn cầu, nhất là đối với các nền kinh tế mới nổi, cho nên các chính sách bất thường (Unconventional Monetary Policies - UMPs) càng có ảnh hưởng quan trọng hơn. Sau khủng hoảng kinh tế tài chính toàn cầu, với các chính sách nới lỏng định lượng, lãi suất kéo xuống thấp tiệm cận zero (zero lower bound - ZLB) thì những thông tin được phát đi từ Fed liên quan đến thay đổi lãi suất trong tương lai hay thay đổi bảng cân đối tài sản

(large scale asset purchases – LSAPs) là tâm điểm chú ý của cả thế giới. Phản ứng từ các nhà hoạch định chính sách, các nhà đầu tư do đó sẽ tác động đến sự dịch chuyển của các dòng vốn, cả hướng lẫn liều lượng, thông qua hiệu ứng lây lan xuyên biên giới, và cuối cùng là dòng vốn đến các nền kinh tế mới nổi.

Một sự kiện quan trọng ảnh hưởng đến các nghiên cứu về dòng vốn và chính sách của Fed là giai đoạn Fed muốn thắt chặt lại qua cái gọi là “Taper Tantrum”, càng khiến các nhà nghiên cứu quan tâm đến các tin tức liên quan đến chính sách tiền tệ trong tương lai của Fed.

Kể từ năm 1994, các thông cáo báo chí của FOMC được xem là nơi có các chỉ dấu quan trọng, và kết quả loan báo ảnh hưởng nhiều đến kỳ vọng về các chính sách tiền tệ trong tương lai. Nghiên cứu của (Calvo et al., 1993) mở đầu cho hướng nghiên cứu này, và là nền tảng cho rất nhiều nghiên cứu có giá trị về sau (Canova, 2005; Mackowiak, 2007; Iacoviello và Navarro, 2019; và Dedola et al., 2017). Một hướng nghiên cứu khác là đo lường sự thay đổi của lãi suất cơ bản (Fed fund rates) vào ngày Fed công bố tin tức hay thay đổi chính sách.

Các chính sách tiền tệ bất thường còn được nghiên cứu đến sự thay đổi trong tài sản nắm giữ tại các nền kinh tế mới nổi (Chari et al., 2021). Bởi vì trước đó, sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009 thì lãi suất đã được duy trì thấp ở các nước phát triển, đặc biệt là Mỹ. Khi lãi suất thấp ở đây thì nhu cầu dịch chuyển dòng vốn sang các nước mới nổi là một điều bình thường. Những thay đổi đột ngột, hay còn gọi là cú sốc từ chính sách tiền tệ của Fed vì vậy cần được kiểm định trong sự tác động đến dòng vốn, cũng như khả năng sinh lời của các tài sản ở các nền kinh tế mới nổi.

Có thể tóm lược chính sách tiền tệ của Fed trong giai đoạn hiện đại qua ba thời kỳ: thời kỳ bình thường, nới lỏng định lượng, và ý định điều tiết mạnh (taper periods).

Ảnh hưởng của chính sách tiền tệ Mỹ qua kết quả nghiên cứu của (Chari et al., 2021) cho thấy ảnh hưởng nhiều hơn đến dòng vốn gián tiếp, so với vốn đầu tư trực tiếp (physical assets). Ngoài ra, ảnh hưởng của chính sách tiền tệ là khác nhau ở từng giai đoạn, khác nhau giữa dòng vốn vốn cổ phần và dòng vốn vay. Theo các tác giả, các nhà hoạch định chính sách ở các nền kinh tế mới nổi có hai sự lựa chọn trước chính sách của Fed: hoặc phản hồi ngay hoặc xử lý với các hiệu ứng lây lan sau đó với độ trễ. Việc kiểm soát vốn vì vậy, được cho là quan trọng hơn vì ảnh hưởng của việc định giá là nổi trội hơn dòng vốn đầu tư trực tiếp. Quan trọng hơn trong dài hạn, độ mở của nền kinh tế sẽ bù đắp lại những thiệt hại cho kèm chế đầu tư trực tiếp.

## 5. Kết luận

Xuất phát từ khung lý thuyết kéo-đẩy, rất nhiều nghiên cứu đã cố gắng tìm hiểu mức độ ảnh hưởng khác nhau giữa kéo và đẩy, xem cái nào là quan trọng hơn. Mặc dù vẫn còn những tranh luận nhưng tác động của các yếu tố đẩy, đặc biệt là yếu tố chu kỳ tài chính toàn cầu và chính sách tiền tệ của Fed là trọng tâm và đang có nhiều ảnh hưởng nhất.

Chính sách tài chính toàn cầu thông qua chỉ số VIX, và chính sách tiền tệ thông qua lãi suất của Fed được nhiều nghiên cứu chứng minh là ảnh hưởng quan trọng đến sự dịch chuyển dòng vốn vào các nền kinh tế mới nổi. Bên cạnh đó, việc xem xét dòng vốn cũng cần thay đổi cách nhìn, từ việc dựa trên tính toán dòng vốn ròng thì sẽ mang lại nhiều thông tin kinh tế hơn với dòng vốn gộp, vì nó thể hiện độ lớn cũng như các biến động.

Các nước là nơi đón nhận dòng vốn, có sự lựa chọn riêng của mình để phản ứng và thích ứng với các thay đổi này, tùy vào điều kiện của từng nước vì ảnh hưởng là không giống nhau. Nhưng về cơ bản, chính sách ngoại hối, dự trữ ngoại hối, chính sách tài khóa thận trọng, sự phát triển của thị trường chứng khoán aka. tính thanh khoản của thị trường tài chính, việc kiểm soát vốn là những công cụ có ích để ứng phó với những thay đổi, kể cả những chính sách không có tiền tệ của Fed.

Mặc dù Fed là một ngân hàng trung ương quan trọng, nhưng cũng không thể không để ý đến chính sách tiền tệ của các nền kinh tế lớn khác. Trong một bối cảnh kinh tế các nước lớn hội nhập sâu rộng, phụ thuộc lẫn nhau và khả năng lây lan cao thì chính sách của ECB, BoE, BoJ hay PboC đều có thể ảnh hưởng đến sự dịch chuyển dòng vốn toàn cầu, nhất là dòng vốn vào các nền kinh tế mới nổi.

Một yếu tố cuối cùng liên quan đến dòng vốn cũng cần lưu ý và có thêm nhiều nghiên cứu, đó là mô hình dòng vốn rút (fickle) và hồi (retrenchment) cùng lúc, theo đó khi có cú sốc lớn, dòng vốn sẽ dịch chuyển. Ở góc độ của một nền kinh tế, có sự rút vốn của nhà đầu tư nước ngoài thì cũng có hiện tượng các nhà đầu tư trong nước rút vốn từ nước ngoài về. Một nền tảng quan trọng của hướng nghiên cứu này là công trình của (Caballero & Simsek, 2020). Khi các nền kinh tế mới nổi có đủ thời gian để trở dậy, đây sẽ hứa hẹn những kết quả nghiên cứu thú vị.

### Tài liệu tham khảo

- Agénor, P. R. (1998). The surge in capital flows: Analysis of “pull” and “push” factors. *International Journal of Finance and Economics*, 3(1), 39–57. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1099-1158\(199801\)3:1<39::AID-IJFE60>3.0.CO;2-X](https://doi.org/10.1002/(SICI)1099-1158(199801)3:1<39::AID-IJFE60>3.0.CO;2-X)
- Agosin, M. R., & Huaita, F. (2011). Capital flows to emerging economies: Minsky in the tropics. *Cambridge Journal of Economics*, 35(4), 663–683. <https://doi.org/10.1093/cje/beq047>
- Ahmed, S., & Zlate, A. (2014). Capital flows to emerging market economies: A brave new

- world? *Journal of International Money and Finance*, 48(PB), 221–248. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2014.05.015>
- Anaya, P., Hachula, M., & Offermanns, C. J. (2017). Spillovers of U.S. unconventional monetary policy to emerging markets: The role of capital flows. *Journal of International Money and Finance*, 73, 275–295. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2017.02.008>
- Baek, I. M. (2006). Portfolio investment flows to Asia and Latin America: Pull, push or market sentiment? *Journal of Asian Economics*, 17(2), 363–373. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2006.02.007>
- Broner, F., Didier, T., Erce, A., & Schmukler, S. L. (2011). Gross Capital Flows: Dynamics and Crises. The World Bank. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-5768>
- Bruno, V., & Shin, H. S. (2015). Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 71, 119–132. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2014.11.011>
- Caballero, R. J., & Simsek, A. (2020). A model of fickle capital flows and retrenchment. *Journal of Political Economy*, 128(6), 2288–2328. <https://doi.org/10.1086/705719>
- Calvo, G. A., Leiderman, L., & Reinhart, C. M. (1993). Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors. *Staff Papers - International Monetary Fund*, 40(1), 108. <https://doi.org/10.2307/3867379>
- Calvo, G. A., Leiderman, L., & Reinhart, C. M. (1996). Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s. *Journal of Economic Perspectives*, 10(2), 123–139. <https://doi.org/10.1257/jep.10.2.123>
- Cerutti, E., Claessens, S., & Rose, A. K. (2019). How Important is the Global Financial Cycle? Evidence from Capital Flows. *IMF Economic Review*, 67(1), 24–60. <https://doi.org/10.1057/s41308-019-00073-5>
- Chari, A., Dilts Stedman, K., & Lundblad, C. (2021). Taper Tantrums: Quantitative Easing, Its Aftermath, and Emerging Market Capital Flows. *The Review of Financial Studies*, 34(3), 1445–1508. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa044>
- Chuhan, P., Claessens, S., & Mamingi, N. (1998). Equity and bond flows to Latin America and Asia: the role of global and country factors. *Journal of Development Economics*, 55(2), 439–463. [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(98\)00044-3](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(98)00044-3)
- Dahlhaus, T., & Vasishtha, G. (2020). Monetary policy news in the US: Effects on emerging market capital flows. *Journal of International Money and Finance*, 109, 102251. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102251>
- Davis, J. S., Valente, G., & van Wincoop, E. (2021). Global drivers of gross and net capital flows. *Journal of International Economics*, 128, 103397. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2020.103397>
- Eichengreen, B., Gupta, P., & Masetti, O. (2018). Are Capital Flows Fickle? Increasingly? and Does the Answer Still Depend on Type? *Asian Economic Papers*, 17(1), 22–41. [https://doi.org/10.1162/asep\\_a\\_00583](https://doi.org/10.1162/asep_a_00583)
- Eller, M., Huber, F., & Schuberth, H. (2020). How important are global factors for

- understanding the dynamics of international capital flows? *Journal of International Money and Finance*, 109, 102221. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102221>
- Fernandez-Arias, E. (1996). The new wave of private capital inflows: Push or pull? *Journal of Development Economics*, 48(2), 389–418. [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(95\)00041-0](https://doi.org/10.1016/0304-3878(95)00041-0)
- Ferrucci, G., Herzberg, V., Soussa, F., & Taylor, A. (2004). Understanding Capital Flows. Bank of England. *Financial Stability Review*.
- Forbes, K. J., & Warnock, F. E. (2012). Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *Journal of International Economics*, 88(2), 235–251. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2012.03.006>
- Fratzscher, M. (2012). Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis. *Journal of International Economics*, 88(2), 341–356. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2012.05.003>
- Ghosh, A. R., Ostry, J. D., & Qureshi, M. S. (2016). When do capital inflow surges end in tears? *American Economic Review*, 106(5), 581–585. <https://doi.org/10.1257/aer.p20161015>
- Herrmann, S., & Mihaljek, D. (2013). The determinants of cross-border bank flows to emerging markets. *Economics of Transition*, 21(3), 479–508. <https://doi.org/10.1111/ecot.12019>
- Jeanneau, S., & Micu, M. (2011). Determinants of International Bank Lending to Emerging Market Countries. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.846316>
- Koepke, R. (2019). What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature. *Journal of Economic Surveys*, 33(2), 516–540. <https://doi.org/10.1111/joes.12273>
- Lo Duca, M., Duca, L., & Marco. (2012). Modelling the time varying determinants of portfolio flows to emerging markets. <https://econpapers.repec.org/RePEc:ecb:ecbwps:20121468>
- Milesi-Ferretti, G.-M., & Tille, C. (2011). The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis. *Economic Policy*, 26(66), 289–346. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0327.2011.00263.x>
- Miranda-Agrippino, S., & Rey, H. (2020). U.S. Monetary Policy and the Global Financial Cycle. *The Review of Economic Studies*, 87(6), 2754–2776. <https://doi.org/10.1093/restud/rdaa019>
- Pagliari, M. S., & Hannan, S. A. (2017). The Volatility of Capital Flows in Emerging Markets: Measures and Determinants. *IMF Working Papers*. <https://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/2017-041.html>
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2010). Growth in a time of debt. *American Economic Review*, 100(2), 573–578. <https://doi.org/10.1257/aer.100.2.573>
- Rey, H. (2015). Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. <https://doi.org/10.3386/w21162>
- Taylor, M. P., & Sarno, L. (1997). Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants. *The World Bank Economic Review*, 11(3), 451–470. <https://doi.org/10.1093/wber/11.3.451>

# 31.

## NHỮNG NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN SỰ THÁO CHẠY DÒNG VỐN - NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TẠI CÁC QUỐC GIA ĐÔNG NAM Á

Lê Thị Hồng Minh\*

### Tóm tắt

Nghiên cứu này nhằm phân tích những yếu tố vĩ mô tác động đến sự tháo chạy dòng vốn trên cán cân thanh toán của 6 quốc gia Đông Nam Á gồm Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan và Việt Nam trong giai đoạn 1995-2019. Bằng việc sử dụng phương pháp hồi quy 2SLS cho dữ liệu bảng, kết quả thực nghiệm đã tìm thấy được bằng chứng về việc vị thế của tài khoản vãng lai, cân bằng ngân sách chính phủ, biến động tỷ giá thực và thể chế chính trị sẽ định hướng dòng chảy vốn của các quốc gia này. Khi cán cân tài khoản vãng lai suy giảm, mất cân đối thu chi tài khóa gia tăng và đồng nội tệ giảm giá thực đi kèm với nỗi lo sợ về phá giá tiền tệ, thể chế chính trị không ổn định sẽ khiến dòng vốn chuyển hướng ra khỏi khu vực. Đồng thời quá trình tự do hóa tài chính cũng là một nhân tố thúc đẩy sự tháo chạy dòng vốn với việc giảm chi phí và tăng nguồn vốn có thể chuyển ra nước ngoài.

**Từ khóa:** Tháo chạy dòng vốn, Đông Nam Á, dữ liệu bảng, hồi quy 2SLS.

### 1. Giới thiệu

Sự tháo chạy dòng vốn tại các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển có xu hướng nhạy cảm hơn từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Hiện đã có nhiều nghiên cứu trong giai đoạn gần đây tập trung nhận diện các nhân tố ảnh hưởng đến xu hướng này. Khu vực Đông Nam Á hiện là một điểm đến quan trọng của dòng vốn đầu tư quốc tế vì chính sách mở cửa hội nhập về thương mại lẫn tài chính. Đi kèm với những thuận lợi đạt được, sự biến động của những dòng vốn này sẽ giữ vai trò quan trọng đối với sự ổn định cán cân thanh toán cũng như chiến lược phát triển bền vững của các nước.

\*Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [minhtcdn@ueh.edu.vn](mailto:minhtcdn@ueh.edu.vn)

Các quốc gia thuộc khu vực Đông Nam Á với đặc trưng là những nền kinh tế mới nổi và đang phát triển đã trải qua những cuộc cải cách thị trường và tài chính, hội nhập với nền kinh tế toàn cầu và phát triển các thể chế dân chủ ổn định, luật pháp, bảo vệ quyền sở hữu với tiến độ nhanh và rộng, những điều này góp phần cho khu vực trở thành điểm thu hút dòng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp nước ngoài, đây cũng là khu vực có vai trò địa lý chiến lược trong luồng chảy thương mại quốc tế toàn cầu. Tuy nhiên, vẫn tồn tại sự không chắc chắn về ổn định chính trị và kinh tế, sự hoài nghi về khả năng kiểm soát lạm phát và giữ vững giá trị đồng tiền của các nước trong khu vực, đây lại là những yếu tố có tác động quan trọng đến dòng chu chuyển vốn quốc tế. Do đó, việc đánh giá tổng hợp các yếu tố vĩ mô bên trong và bên ngoài tác động đến mức độ và xu hướng tháo chạy dòng vốn tại các quốc gia Đông Nam Á là một nghiên cứu cần thiết trong giai đoạn hiện nay, đặc biệt khi các nước đã hình thành Cộng đồng kinh tế ASEAN cuối năm 2015 và đang thực hiện các cam kết trong Hiệp định TPP từ năm 2018. Với mục tiêu nghiên cứu cụ thể này, đề tài hướng đến trả lời các câu hỏi nghiên cứu như sau:

(1) Thực trạng kinh tế vĩ mô (chênh lệch lãi suất thực, tài khoản vãng lai, cán cân ngân sách, tín dụng nội địa, tỷ giá) có tác động như thế nào đến sự tháo chạy dòng vốn?

(2) Những yếu tố về mặt thể chế (rủi ro chính trị, tự do hóa kinh tế, mức độ tự do hóa tài chính, độ mở thương mại) có ảnh hưởng như thế nào với sự tháo chạy dòng vốn?

## **2. Tổng quan các nghiên cứu trước đây**

### **2.1. Các cách tiếp cận về sự tháo chạy dòng vốn (capital flight)**

Theo Ngân hàng Thế giới (World Bank), tháo chạy dòng vốn là sự khác biệt giữa nguồn vốn và việc sử dụng các dòng vốn này được ghi chép trên cán cân thanh toán của một quốc gia, từ định nghĩa này đã đưa ra được một thước đo về quy mô dịch chuyển dòng vốn gọi là phương pháp “Ngân hàng Thế giới” hay phương pháp “phần dư” (residual method). Phương pháp phần dư ước lượng dòng vốn tháo chạy một cách gián tiếp, sử dụng dữ liệu của cán cân thanh toán và tài sản quốc tế. Số liệu này thể hiện cân đối các nguồn quỹ của một nước, được xác định bởi sự gia tăng ròng của nợ nước ngoài và dòng vốn đầu tư nước ngoài vào ròng với việc sử dụng các quỹ đó được xác định bởi thâm hụt tài khoản vãng lai và thay đổi trong dự trữ ngoại hối. Đây là thước đo được sử dụng nhiều nhất trong các nghiên cứu về dòng vốn tháo chạy bởi nó khá trực tiếp để tính toán và dựa trên dữ liệu thông dụng sẵn có.

Có một xu hướng trong các nghiên cứu về dòng vốn tháo chạy ngoài những ước lượng thu được từ dữ liệu cán cân thanh toán, đó là ước lượng riêng rẽ về dòng vốn tháo chạy

xảy ra thông qua các hóa đơn khống (trade misinvoicing) (Demir, 2004; Ndikumana & Boyce, 2010), tức là thực hiện các nghiệp vụ chuyển tiền dưới danh nghĩa các hợp đồng thương mại nhằm tránh những rào cản về kiểm soát vốn. Việc tính toán các hóa đơn thương mại khống giả định rằng tất cả, hay một phần lớn sự khác biệt trong con số thống kê về thương mại của các quốc gia trong mẫu và các con số phản chiếu của đối tác thương mại của họ là do hóa đơn khống, và giả định tiếp rằng con số thống kê của các quốc gia đối tác “phát triển” có thể coi là chính xác.

## **2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm về những nhân tố tác động đến sự tháo chạy dòng vốn**

Buiter và Szegvari (2002) chỉ ra rằng một số phần của sự dịch chuyển dòng vốn là quyết định phân bổ vốn hợp lý và hầu như hợp pháp khi đánh đổi giữa rủi ro và tỷ suất sinh lợi kỳ vọng, đó cũng là mong muốn của nhà đầu tư trong việc đa dạng hóa danh mục. Tất nhiên, dòng vốn tháo chạy cũng bao gồm các hoạt động chuyển tiền ra nước ngoài bất hợp pháp, ví dụ như rửa tiền (Perez và cộng sự, 2012; Reuter và Truman, 2004). Hoạt động rửa tiền là bất hợp pháp theo hai cách. Thứ nhất, tiền được rửa thường kiếm được thông qua các hoạt động phi pháp. Thứ hai, tiền được chuyển ra nước ngoài thường vi phạm các biện pháp kiểm soát vốn để giấu đi nguồn gốc tội phạm của nó hay trốn thuế. Những giao dịch như vậy có thể bao gồm cả những khoản tiền kiếm được hợp pháp, nhưng với việc các nước giới hạn dòng vốn ra hay thuế đánh trên phần sinh lợi trên tài sản nắm giữ ở nước ngoài không được báo cáo, hành động đầu tư ra nước ngoài trên thực tế trở thành phạm pháp.

Le và Rishi (2006) sử dụng mẫu nghiên cứu gồm 69 quốc gia trong giai đoạn 1995-2001 với mục tiêu đánh giá về ảnh hưởng của yếu tố tham nhũng đến sự tháo chạy dòng vốn tại nhóm nước này. Kết quả thực nghiệm cho thấy mức độ tham nhũng càng cao thì dòng vốn rút khỏi quốc gia càng lớn, vì sự kém minh bạch trong điều hành của chính phủ đã tạo điều kiện thuận lợi cho dòng vốn không bị kiểm soát một cách đúng mức.

Yalta (2012) áp dụng phương pháp kiểm định nhân quả cho dữ liệu bảng nhằm kiểm tra tác động của tự do hóa tài chính đến mức độ tháo chạy dòng vốn, được đo lường bởi quy mô tài sản nước ngoài tích lũy nắm giữ của khu vực tư nhân. Tác giả sử dụng bộ dữ liệu từ 21 nền kinh tế mới nổi trong giai đoạn 1980-2004 và không tìm thấy bằng chứng có ý nghĩa thống kê về mối quan hệ nhân quả, tuy nhiên giá trị hiện tại của biến quy mô tháo chạy dòng vốn lại có tương quan cùng chiều với các giá trị trễ của chính nó. Kết quả nghiên cứu cho thấy các chính sách tự do hóa tài chính không phải là yếu tố giúp giảm sự đảo chiều dòng vốn khỏi các nước trong mẫu nghiên cứu.



Brada và cộng sự (2013) thực hiện nghiên cứu nhằm đánh giá sự tháo chạy dòng vốn tại 10 quốc gia Trung Âu và Đông Âu trong thời kỳ 1996–2009. Sự thoái vốn khỏi các nền kinh tế chuyển đổi là một hiện tượng kinh tế bị tác động chủ yếu bởi sự khác biệt trong lãi suất, kỳ vọng của các nhà đầu tư về triển vọng kinh tế cũng như sự thuận lợi trong việc chuyển giao dòng vốn thông qua các khoản vay nội địa và dòng vốn đầu tư vào các quốc gia. Quy mô tín dụng nội địa gia tăng là nguồn tài trợ quan trọng cho sự tháo chạy dòng vốn. Bên cạnh đó, tự do hóa tài chính thay vì làm suy giảm lại tạo điều kiện cho dòng vốn chuyển dịch khỏi các nước do làm giảm chi phí và mở rộng các điều kiện về chuyển giao vốn ra nước ngoài.

Ahmed và Zlate (2014) kiểm định các nhân tố tác động đến dòng vốn tư nhân vào 12 nền kinh tế mới nổi tại châu Á và Mỹ Latin ở thời kỳ 2002-2013. Kết quả thực nghiệm tìm thấy bằng chứng thống kê về yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến dòng vốn tư nhân vào tại các quốc gia này là tốc độ tăng trưởng GDP, chênh lệch lãi suất giữa những thị trường mới nổi và các nền kinh tế phát triển, khẩu vị rủi ro của nhà đầu tư quốc tế. Ngoài ra, tác giả cũng nhận diện được sự thay đổi trong hành vi của dòng vốn thuần giữa hai giai đoạn trước và sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, đặc biệt đối với dòng vốn đầu tư danh mục do mức độ nhạy cảm lớn hơn của dòng vốn này với chênh lệch lãi suất kể từ sau khủng hoảng. Những biện pháp kiểm soát vốn được áp dụng trong những năm gần đây đã tác động bất lợi cho cả dòng vốn đầu tư danh mục và tổng các dòng vốn vào.

Cheng và cộng sự (2015) nghiên cứu sự tháo chạy dòng vốn tại Trung Quốc và nhận thấy trong giai đoạn 1998-2007, trước khủng hoảng tài chính toàn cầu, sự khác biệt trong lãi suất là yếu tố ảnh hưởng quan trọng đến dòng vốn vào Trung Quốc. Sau năm 2007, hành vi chu chuyển vốn lại chịu tác động từ chính sách nới lỏng định lượng, biến động tỷ giá và chính sách kiểm soát vốn.

Cho và cộng sự (2016) cho thấy dòng chu chuyển vốn tại 12 thị trường mới nổi và 9 nước phát triển nhạy cảm với tình trạng thị trường cổ phiếu toàn cầu trong giai đoạn 1996-2009. Dòng vốn có xu hướng dịch chuyển từ các nền kinh tế mới nổi sang những thị trường phát triển khi thị trường toàn cầu đi xuống, điều này dẫn đến sự giảm giá của đồng tiền các nước mới nổi. Kết quả này cho thấy mối tương quan cùng chiều giữa giá trị tiền tệ và giá cổ phiếu ở thị trường mới nổi (và tương quan ngược chiều tại các nước phát triển), đồng thời sự liên hệ này sẽ bị khuếch đại theo mức độ biến động của dòng vốn. Tác giả cũng tìm thấy bằng chứng về việc phòng ngừa rủi ro tiền tệ làm tăng độ bất ổn của tỷ suất sinh lợi cổ phiếu ở thị trường các nước phát triển.

Gunter (2017) sử dụng bộ dữ liệu từ 1984 đến 2014 để nhận diện nhân tố tác động đến sự tháo chạy dòng vốn trên cán cân thanh toán của Trung Quốc. Tác giả kết hợp cả hai phương pháp phân dư và sai lệch hóa đơn để đo lường dòng vốn tháo chạy. Kết quả nghiên cứu cho rằng các biện pháp kiểm soát vốn ít có tác động dài hạn trong việc ngăn chặn dòng vốn dịch chuyển. Đồng thời, tham nhũng và chi phí giao dịch là các yếu tố tác động góp phần giải thích cho sự thoát vốn khỏi Trung Quốc.

Yang và cộng sự (2019) tiến hành kiểm định mối liên hệ giữa tự do hóa tài chính và sự biến động dòng vốn tại 20 quốc gia phát triển và 28 nền kinh tế mới nổi trong giai đoạn 1980-2010. Cụ thể là, sự bất ổn trong dòng vốn FDI, FPI và các dòng vốn khác tại các nền kinh tế mới nổi có sự phụ thuộc cao vào mức độ tự do hóa tài chính. Thêm vào đó, chính mức độ gia tăng tự do hóa tài chính trong thực tế đã góp phần làm gia tăng quy mô dòng vốn tháo chạy khỏi các quốc gia này.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Mô tả dữ liệu

Đề tài thực hiện nghiên cứu các nhân tố tác động đến xu hướng dịch chuyển dòng vốn tại 6 quốc gia Đông Nam Á trong mẫu nghiên cứu bao gồm Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan và Việt Nam. Đây là các quốc gia có dữ liệu tương đối đầy đủ trong giai đoạn nghiên cứu từ 1995-2019, đồng thời khoảng thời gian nghiên cứu cũng bao hàm 2 cuộc khủng hoảng quan trọng là khủng hoảng tài chính châu Á 1997-1998 và khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008.

#### 3.2. Mô hình và trình tự nghiên cứu

##### 3.2.1 Mô hình hồi quy

Đề tài ứng dụng phương pháp nghiên cứu của Brada và cộng sự (2013), Gunter (2017), Yang và cộng sự (2019) để nhận diện tác động của các yếu tố vĩ mô đến sự tháo chạy dòng vốn quốc tế, đây là mô hình được ứng dụng tại nhóm nước có nền kinh tế chuyển đổi và mới nổi, đồng thời mô hình cũng đánh giá một cách toàn diện các nhóm biến tác động đến dòng chu chuyển vốn được đề xuất từ các nghiên cứu thực nghiệm trước đây. Phương trình hồi quy có dạng như sau:

$$CF_{i,t} = \alpha + \sum \beta_m (\text{biến kinh tế}) + \sum \delta_k (\text{biến chính trị}) + \sum \varepsilon_j (\text{biến chi phí}) + \mu_{i,t}$$

##### 3.2.1.1 Biến phụ thuộc

Quy mô tháo chạy dòng vốn (CF) (đo lường theo phương pháp của World Bank – residual approach).

$CF = \Delta ED$  (Thay đổi ròng trong tổng nợ nước ngoài) + NFI (dòng vốn đầu tư nước ngoài ròng) – CA (thâm hụt tài khoản vãng lai) –  $\Delta R$  (biến động dự trữ ngoại hối)

Các số liệu dùng để tính toán CF được thu thập trong cơ sở dữ liệu của World Bank về cán cân thanh toán (BOP) các nước và được sử dụng đúng theo dấu hạch toán trong ghi nhận số liệu trên BOP. Nhằm tính đến sự khác biệt về quy mô của các quốc gia, nghiên cứu sẽ chuẩn hóa bằng cách chia biến phụ thuộc cho GDP hiện hành. Hệ số này dương thể hiện dòng vốn đang được chuyển dịch ra khỏi các nước.

### 3.2.1.2 Biến độc lập

- Nhóm biến kinh tế: đây là các biến có liên quan mạnh đến động cơ đầu tư và được đại diện bởi:

Sự khác biệt của lãi suất thực (lãi suất thực trong nước trừ đi lãi suất thực ở nước ngoài) đặc biệt ảnh hưởng quan trọng đến dòng vốn đầu tư danh mục.

Tăng trưởng GDP thực: chiều hướng tác động của tăng trưởng GDP không rõ ràng là diễn ra trước sự tháo chạy của vốn, sụt giảm GDP có thể là dấu hiệu của những khó khăn kinh tế và kích thích dòng vốn tháo chạy, nhưng GDP cao hơn cũng có nghĩa là thu nhập và lợi nhuận cao hơn, làm tăng lượng vốn các nhà đầu tư có thể mang ra nước ngoài.

Cân đối chung của ngân sách chính phủ (được chuẩn hóa bởi GDP): thâm hụt ngân sách là dấu hiệu của lạm phát cũng như khả năng tăng thuế trong tương lai, cả hai đều khuyến khích dòng vốn tháo chạy.

Tài khoản vãng lai (chuẩn hóa bởi GDP) phản ánh tính bền vững của tỷ giá hối đoái hay những thay đổi trong chính sách thuế quan tương lai. Hướng tác động của cán cân vãng lai là không chắc chắn vì thặng dư có thể làm tăng niềm tin của dân chúng vào đồng nội tệ, nhưng thặng dư tài khoản vãng lai cũng tạo ra nguồn cung ngoại tệ mà dân chúng có thể chuyển ra nước ngoài thông qua dòng vốn tháo chạy, đặc biệt trong bối cảnh kiểm soát tỷ giá.

Sự thay đổi hàng năm của tỷ giá hối đoái thực cũng phản ánh những kỳ vọng về chính sách tỷ giá. Mối đe dọa phá giá được đo lường bởi sự dịch chuyển của tỷ giá hối đoái thực hiệu lực và thâm hụt cán cân vãng lai cũng ảnh hưởng đến nhận thức của nhà đầu tư về rủi ro của việc nắm giữ các tài sản trong nước.

Thay đổi tín dụng tư nhân trong nước (chuẩn hóa bởi GDP) là các khoản cho vay từ hệ thống ngân hàng trong nước thể hiện các nguồn quỹ sẵn có cho dòng vốn chuyển dịch.

- Biến chính trị: Những nhân tố chính trị tác động đến tỷ suất sinh lợi kỳ vọng được đại diện là chỉ số điểm số chính thể (Polity score) với phương pháp tính được thiết lập

bởi Marshall, Gurr và Jagers (2016), giá trị này cao hơn phản ánh chế độ dân chủ hơn, trong khi giá trị thấp hơn thể hiện chế độ chuyên chế hơn. Một chế độ dân chủ hơn cung cấp cho nhà đầu tư sự bảo vệ thông qua luật pháp và giới hạn của việc sung công, do đó làm giảm động cơ khuyến khích cho dòng vốn tháo chạy. Tuy nhiên chế độ dân chủ cũng ám chỉ rằng các đảng phái khác nhau có thể lên nắm quyền và tạo ra những thay đổi lớn trong chính sách kinh tế vĩ mô và luật định, có thể gây ra những quan ngại sâu sắc cho các nhà đầu tư.

- Nhóm biến chi phí: đo lường sự dễ dàng trong việc di chuyển vốn ra nước ngoài của các chủ thể trong nền kinh tế. Đây là nhóm biến chi phí, vì nó có thể làm cho dòng vốn tháo chạy rẻ hơn hay tốn kém hơn, từ đó tác động đến lợi nhuận từ việc chuyển vốn ra nước ngoài. Biến số này giúp nắm bắt được chi phí chìm của những phương thức được phát triển để chuyển tiền ra nước ngoài.

Chỉ số nhận thức tham nhũng: được xây dựng bởi tổ chức Transparency International thông qua các cuộc khảo sát hàng năm. Tham nhũng là yếu tố có thể ngăn cản dòng vốn đầu tư vào vì gia tăng chi phí, nhưng cũng có thể là điều kiện dễ dàng với những khu vực kinh tế ngầm trong việc chuyển vốn bất hợp pháp ra thị trường nước ngoài.

Độ mở thương mại: nhân tố đo lường dòng chảy xuất nhập khẩu và hội nhập kinh tế quốc tế, điều này có thể tạo thuận lợi cho việc chuyển vốn ngầm ra nước ngoài thông qua hoạt động chuyển giá hoặc lập các hóa đơn khống.

Độ mở tài khoản vốn: tự do hóa khu vực tài chính có thể làm giảm dòng vốn tháo chạy bằng cách thu hẹp khoảng cách giữa tỷ suất sinh lợi trong và ngoài nước. Tuy nhiên, điều này chỉ đúng cho những thương vụ chuyển giao vốn có động cơ duy nhất nằm ở sự khác biệt tỷ suất sinh lợi. Nếu một phần dòng vốn di chuyển không được ghi nhận có nguồn gốc từ những hoạt động tội phạm hoặc trốn thuế thì tự do hóa tài chính khi đó có thể tạo cơ hội cho những giao dịch này gia tăng về quy mô.

Chỉ số về tự do kinh tế như một thước đo tổng quát về tự do hóa các nhóm chỉ tiêu về thể chế. Tự do hơn về kinh tế khuyến khích đầu tư trong nước và gia tăng sự bảo vệ trước sự sung công, nhưng đồng thời cũng làm giảm các rào cản luật pháp và hành chính đối với dòng vốn tháo chạy bằng việc thúc đẩy vốn di chuyển tự do hơn.

**Bảng 1. Mô tả biến và nguồn dữ liệu**

<b>Biến</b>	<b>Mô tả biến</b>	<b>Nguồn dữ liệu</b>
<b><i>Biến phụ thuộc</i></b>		
$CF_{i,t}$	Quy mô tháo chạy vốn/GDP danh nghĩa của quốc gia $i$ trong năm $t$	Worldbank
<b><i>Biến độc lập (nhóm biến kinh tế)</i></b>		
$RIRD_{i,t}$	Lãi suất thực của quốc gia $i$ trừ cho lãi suất thực của Mỹ trong năm trước đó ( $t-1$ )	Worldbank
$GGB_{i,t}$	Cán cân ngân sách/GDP của quốc gia $i$ trong năm $t$	IMF-IFS
$\Delta GDP_{i,t}$	Tốc độ tăng trưởng GDP thực của quốc gia $i$ trong năm $t$	IMF-IFS
$\Delta RER_{i,t}$	Thay đổi tỷ giá thực song phương (USD/nội tệ) của quốc gia $i$ trong năm $t$	IMF-IFS
$\Delta PC_{i,t}$	Thay đổi trong tín dụng nội địa tư nhân/GDP của quốc gia $i$ trong năm $t$	Worldbank
<b><i>Biến độc lập (biến chính trị)</i></b>		
$PS_{i,t}$	Điểm số chính thể của quốc gia $i$ trong năm $t$ dao động từ -10 đến 10 cho thể chế chính trị độc đoán nhất đến thể chế chính trị dân chủ nhất	Integrated Network for Societal Conflict Research (INSCR)
<b><i>Biến độc lập (nhóm biến chi phí)</i></b>		
$CPI_{i,t}$	Chỉ số nhận thức tham nhũng của quốc gia $i$ trong năm $t$ dao động từ 1 đến 10 cho quốc gia có mức độ tham nhũng cao nhất đến minh bạch nhất	Transparency International
$KAOPEN_{i,t}$	Độ mở tài khoản vốn cho quốc gia $i$ trong năm $t$	Chinn-Ito
$OPEN_{i,t}$	Độ mở thương mại (tổng kim ngạch nhập khẩu với xuất khẩu/GDP) của nước $i$ trong năm $t$	Worldbank
$IEF_{i,t}$	Chỉ số tự do kinh tế của nước $i$ trong năm $t$ , thang đo từ 0-100 trong đó 100 thể hiện cho sự tự do nhất	The Heritage Foundation

### 3.2.3 Trình tự thực hiện nghiên cứu

Khung phân tích của nghiên cứu gồm có các bước sau:

- Bước 1: Thống kê mô tả các biến, kiểm định khả năng đa cộng tuyến mạnh trong mô hình.
- Bước 2: Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu là dạng dữ liệu bảng, là sự kết hợp của dữ liệu chéo (cross-section) và dữ liệu thời gian (time series).

Theo Brarda và cộng sự (2013), trong những năm có số lượng dòng vốn tháo chạy lớn ở một nước, các ngân hàng trong nước có thể sẽ không sẵn có tiền để cho vay, dẫn đến khả năng vi phạm giả định ngoại sinh cho biến thay đổi trong tín dụng tư nhân ( $\Delta PC$ ), vì vậy mô hình nghiên cứu của bài sử dụng dữ liệu bảng được hồi quy theo phương pháp hồi quy 2 giai đoạn 2SLS (Two-Stage Least Squares) nhằm khắc phục hiện tượng nội sinh và đảm bảo tính vững đạt được trong kết quả hồi quy mô hình. Hai biến công cụ được sử dụng sẽ là biến trễ 1 kỳ của  $\Delta PC$  và tăng trưởng GDP thực.

- Bước 3: Kiểm định Sargan test nhằm đảm bảo điều kiện xác định mô hình (biến công cụ sử dụng trong bài là phù hợp).

## 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

### 4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2 thống kê mô tả các biến cho thấy quy mô dịch chuyển dòng vốn bình quân trên GDP cho 6 quốc gia trong mẫu nghiên cứu là -5,55%, cho thấy dòng vốn có xu hướng dịch chuyển vào khu vực Đông Nam Á nhưng đối mặt với thời điểm khủng hoảng thì dòng vốn lại đảo chiều khá mạnh, thể hiện qua trị số cao nhất 14,53% ở Thái Lan vào năm khủng hoảng tài chính châu Á 1997. Như vậy các nền kinh tế Đông Nam Á với xu hướng tương đối ổn định về chính trị, chính sách kinh tế đáng tin cậy hơn (chỉ số tự do hóa nền kinh tế trung bình 6,33), thành tựu kinh tế tốt hơn (các cân tài khoản vãng lai có xu hướng dần ổn định với trung bình thặng dư 4,6% GDP, tốc độ tăng trưởng GDP thực trung bình 5,04%), mức độ hội nhập kinh tế quốc tế cao với độ mở thương mại và độ mở tài khoản vốn trung bình lần lượt 156% và 0,51.

**Bảng 2. Thống kê mô tả các biến**

Biến	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	VIF
CF	179	-0,0555161	0,0820249	-0,3784082	0,1453159	
RIRD	178	0,000002	0,0470019	-0,3179109	0,093103	1,13
CAB	180	0,0463696	0,0842771	-0,12733	0,25974	3,81
GGB	180	-0,0034129	0,0395916	-0,09017	0,11836	2,71
GDP	180	0,0503818	0,035822	-0,13127	0,1524	2,58
$\Delta$ RER	179	0,0138837	0,1519792	-0,2697485	0,8798265	1,16
$\Delta$ PC	179	0,0544703	0,1581383	-0,8430744	0,3271389	2,60
PS	180	2,3	5,981203	-7	9	2,60
CPI	178	4,257797	2,377258	1,7	9,4	21,75
KAOPEN	180	0,5096002	0,2798821	0,1648092	1	2,39
OPEN	179	1,55897	1,077465	0,4132736	4,396688	18,91
IEF	180	6,32825	1,296783	3,86	8,94	10,42

Ký hiệu: Obs: số quan sát; Mean: giá trị trung bình; Std. Dev: độ lệch chuẩn; Min: giá trị nhỏ nhất; Max: giá trị lớn nhất, VIF: nhân tử phóng đại phương sai

Giá trị VIF (nhân tử phóng đại phương sai) (bảng 4) cho mỗi biến độc lập dao động từ 1,13-21,75 mà đặc biệt cao đối với các biến thuộc nhóm biến chi phí là CPI, OPEN, IEF vì vậy để tránh hiện tượng đa cộng tuyến mạnh xảy ra ở phương trình, đề tài sẽ tiến hành hồi quy riêng lẻ 3 phương trình sau:

$$CF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RIRD_{i,t} + \beta_2 CAB_{i,t} + \beta_3 GGB_{i,t} + \beta_4 GDP_{i,t} + \beta_5 \Delta RER_{i,t} + \beta_6 \Delta PC_{i,t} + \beta_7 PS_{i,t} + \beta_8 KAOPEN_{i,t} + \beta_9 CPI_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$CF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RIRD_{i,t} + \beta_2 CAB_{i,t} + \beta_3 GGB_{i,t} + \beta_4 GDP_{i,t} + \beta_5 \Delta RER_{i,t} + \beta_6 \Delta PC_{i,t} + \beta_7 PS_{i,t} + \beta_8 KAOPEN_{i,t} + \beta_9 OPEN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$CF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RIRD_{i,t} + \beta_2 CAB_{i,t} + \beta_3 GGB_{i,t} + \beta_4 GDP_{i,t} + \beta_5 \Delta RER_{i,t} + \beta_6 \Delta PC_{i,t} + \beta_7 PS_{i,t} + \beta_8 KAOPEN_{i,t} + \beta_9 IEF_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

#### 4.2. Kết quả kiểm định các nhân tố tác động đến sự dịch chuyển dòng vốn

Kết quả ước lượng lần lượt 4 phương trình hồi quy (1), (2), (3), (4) bằng phương pháp hồi quy 2SLS với dữ liệu dạng bảng. Kiểm định Sargan về điều kiện xác định mô hình (overidentifying restrictions) chấp nhận giả thuyết Ho cho thấy các biến công cụ sử dụng là phù hợp.

**Bảng 3. Kết quả hồi quy phương trình (1), (2), (3) theo phương pháp 2SLS cho dữ liệu bảng**

Biến số	Phương trình (1)	Phương trình (2)	Phương trình (3)
RIRD	-0,0425 (-0,29)	-0,0533 (-0,36)	-0,0341 (-0,23)
CAB	<b>-0,382**</b> <b>(-2,19)</b>	<b>-0,362**</b> <b>(-2,03)</b>	<b>-0,326*</b> <b>(-1,77)</b>
GGB	<b>-0,555*</b> <b>(-1,87)</b>	<b>-0,533*</b> <b>(-1,78)</b>	<b>-0,497*</b> <b>(-1,65)</b>
GDP	-0,553 (-1,21)	-0,52 (-1,11)	-0,551 (-1,18)
$\Delta$ RER	<b>0,0907**</b> <b>(2,14)</b>	<b>0,0885**</b> <b>(2,08)</b>	<b>0,0887**</b> <b>(2,1)</b>
$\Delta$ PC	0,0563 (0,44)	0,0387 (0,29)	0,0582 (0,43)
PS	<b>0,00585**</b> <b>(2,59)</b>	<b>0,00563**</b> <b>(2,46)</b>	<b>0,00626***</b> <b>(2,77)</b>
KAOPEN	<b>0,135***</b> <b>(2,6)</b>	<b>0,148***</b> <b>(2,64)</b>	<b>0,118**</b> <b>(2,23)</b>
CPI	-0,0133 (-0,77)		
OPEN		-0,0224 (-0,76)	
IEF			0,0278 (1,17)
<i>Số quan sát</i>	173	173	173
<i>R-squared</i>	0,2761	0,2745	0,2822
<i>Sargan statistic Chi-sq(1)</i>	1,688	1,405	1,618

Giá trị z-statistic được trình bày trong ngoặc đơn, dưới các hệ số hồi quy. Ký hiệu: \* có ý nghĩa thống kê ở mức 10%; \*\* có ý nghĩa thống kê ở mức 5%.

Nguồn: Kết quả xử lý số liệu từ phần mềm Stata 14.0.

Trước hết đối với các biến kinh tế có liên quan đến động cơ đầu tư cho sự tháo chạy dòng vốn, ở cả 3 phương trình đều cho thấy biến cán cân tài khoản vãng lai (CAB), cán cân ngân sách (GGB) và biến động tỷ giá hối đoái thực ( $\Delta$ RER) đều có ý nghĩa thống kê.



Hệ số hồi quy của cán cân ngân sách âm (có ý nghĩa thống kê ở mức 10%) cho thấy thâm hụt ngân sách lớn (ảnh hưởng đến chính sách thuế) sẽ làm trầm trọng thêm việc dòng vốn rút ra khỏi các quốc gia Đông Nam Á, cụ thể khi cán cân ngân sách chính phủ trên GDP giảm 1%, trung bình quy mô dòng vốn dịch chuyển trên GDP tăng từ 0,497-0,555%, kết quả này cũng nhất quán với kỳ vọng ban đầu cũng như nghiên cứu của Brada và cộng sự (2013), Chueng và cộng sự (2015).

Biến số liên quan đến động cơ đầu tư tiếp theo có ý nghĩa thống kê là cán cân tài khoản vãng lai. Do biến số này thường được sử dụng làm đại diện cho sự phá giá kỳ vọng đồng nội tệ (ví dụ tài khoản vãng lai càng giảm sẽ gây áp lực cho việc giảm giá nội tệ nhằm hỗ trợ xuất khẩu), việc biến số này ý nghĩa thống kê và có tương quan ngược chiều với dòng vốn ra (hệ số hồi quy từ -0,382 đến -0,326) thể hiện sự sụt giảm trong tài khoản vãng lai sẽ tạo ra sự lo sợ về việc phá giá tiền tệ, mà đây lại là động lực quan trọng làm gia tăng dòng vốn tháo chạy khỏi quốc gia. Mức độ có ý nghĩa về mặt thống kê của biến số này chỉ bị giảm xuống trong mô hình bao gồm cả chỉ số tự do kinh tế. Tương tự thì sự thay đổi trong tỷ giá hối đoái thực có tương quan cùng chiều (với hệ số hồi quy từ 0,0885-0,0907 và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%) đến dòng vốn chuyển dịch ra khỏi khu vực vì nỗi lo chính sách giảm giá thực đồng nội tệ nhằm hỗ trợ cán cân vãng lai. Xu hướng rút vốn khỏi các nước đang phát triển đi kèm với việc giảm giá nội tệ cũng là kết quả thu được từ nghiên cứu của Cho và cộng sự (2016).

Nhìn chung, các kết quả này có thể đưa đến kết luận rằng động cơ đầu tư, mà cụ thể những quan ngại về sự thay đổi trong cân bằng vĩ mô có ảnh hưởng đến chính sách thuế và tỷ giá, đóng vai trò quan trọng trong việc giải thích dòng vốn dịch chuyển ra khỏi các nền kinh tế Đông Nam Á.

Biến chính trị được đại diện bởi biến điểm số chính thể (PS) cho thấy một mối tương quan cùng chiều (có ý nghĩa thống kê ở mức 5% và 1%) với dòng vốn chảy ra khỏi các nước Đông Nam Á. Điều này cũng phù hợp với tình hình chính trị khu vực khi các nhà đầu tư đánh giá sự thay đổi liên tục các đảng phái cầm quyền dễ dẫn đến sự bất ổn về môi trường kinh tế vĩ mô và luật định, điều này sẽ làm gia tăng chi phí và gây tâm lý bất an cho hoạt động kinh doanh.

Đối với nhóm biến liên quan đến chi phí để chuyển tiền ra nước ngoài, biến số có ý nghĩa thống kê là độ mở tài khoản vốn (KAOPEN) với hệ số hồi quy dương và có ý nghĩa thống kê cao ở mức 1% (phương trình 1,2) và 5% (phương trình 3). Điều này cho thấy quá trình tự do hóa việc kiểm soát các dòng vốn đi kèm với sự phát triển kinh tế thiếu bền vững sẽ dẫn đến dòng vốn tháo chạy dễ dàng, bởi chi phí chuyển vốn ra nước ngoài thấp hơn đặc

biệt trong các giai đoạn khủng hoảng, kết quả này cũng tương tự với nghiên cứu của Yalta (2012), Brada và cộng sự (2013), Chueng và cộng sự (2015), Yang và cộng sự (2019).

## 5. Kết luận

Đề tài đã tiến hành kiểm định các nhân tố ảnh hưởng đến xu hướng tháo chạy dòng vốn tại 6 quốc gia Đông Nam Á trong giai đoạn 1995-2019. Kết quả cho thấy dòng chu chuyển vốn ở các nước này được dẫn dắt chủ yếu bởi sự cân nhắc về triển vọng kinh tế vĩ mô thông qua tình trạng cán cân ngân sách, tài khoản vãng lai, biến động tỷ giá thực và yếu tố chính trị. Đây là nhóm các yếu tố chi phối quyết định đầu tư vì định hướng kỳ vọng về chính sách thuế, chính sách điều hành tỷ giá và luật định. Cuối cùng, việc tự do hóa khu vực tài chính góp phần làm tăng lượng vốn tháo chạy vì làm giảm chi phí để di chuyển vốn ra nước ngoài theo hai cách. Thứ nhất, tự do hóa tài chính làm giảm chi phí chuyển tiền ra nước ngoài; thứ hai, trong mức độ mà tự do hóa khu vực tài chính hợp pháp hóa một số dòng vốn ra, nhờ đó một số hình thức tháo chạy vốn không còn bị coi là phạm pháp.

Kết quả của đề tài cũng đem lại một số gợi ý chính sách hữu ích. Đối với một khu vực tài chính phát triển cùng với quá trình tự do hóa, toàn cầu hóa nền kinh tế có thể làm tăng hơn thay vì làm giảm dòng vốn tháo chạy, ít nhất là trong ngắn hạn. Các nhà hoạch định chính sách khi tiến hành những biện pháp nhằm tự do hóa các dòng vốn cần thực hiện một cách thận trọng, cân nhắc các cách thức có thể hạn chế sự tháo chạy vốn để đảm bảo sự cân bằng cần thiết của cán cân thanh toán. Quan trọng hơn, chính phủ các nước cần tạo niềm tin cho các nhà đầu tư về sự ổn định và bền vững trong chính sách điều hành nền kinh tế cũng như ổn định về mặt chính trị. Một vị thế tài khoản vãng lai với cơ cấu xuất nhập khẩu phù hợp, chủ động, không gây vị thế nợ và áp lực lên việc điều hành tỷ giá hối đoái sẽ tạo niềm tin và tránh đảo chiều dòng vốn. Bên cạnh đó chính sách tài khóa phải đảm bảo cho sự tăng trưởng kinh tế bền vững, đây cũng là sự phát tín hiệu tốt về những chính sách pháp lý thuận lợi cho hoạt động đầu tư và thu hút dòng vốn.

Về mặt phương pháp, đề tài chỉ tính toán quy mô tháo chạy dòng vốn bằng phương pháp phần dư của World Bank và vẫn chưa thực hiện ước lượng mức độ tháo chạy dòng vốn trên cơ sở sai lệch trong ghi nhận giao dịch thương mại (trade misinvoicing). Với những nghiên cứu tiếp theo trên cơ sở đánh giá toàn diện các cách ghi nhận dòng vốn chuyển dịch trên cán cân thanh toán sẽ củng cố thêm kết luận về những biến số vĩ mô tác động đến dòng chu chuyển vốn hiện nay tại khu vực Đông Nam Á nói riêng và toàn cầu nói chung, nhằm đưa đến sự cân bằng bền vững và tránh các xáo trộn bất ngờ trong tình hình kinh tế vĩ mô các nước.

### Tài liệu tham khảo

- Ahmed, S., & Andrei, Z. (2014). Capital flows to emerging market economies: A brave new world? *Journal of International Money and Finance*, 48, 221-248.
- Brada, J. C., Kutun, A. M., & Vuksic, G. (2013). Capital Flight in the Presence of Domestic Borrowing: Evidence from Eastern European Economies. *World Development*, 51, 32-46.
- Buiter, W. H., & Szegvari, I. (2002). Capital flight and capital outflows from Russia: Symptom, cause and cure. *EBRD Working Paper No. 73. London: European Bank for Reconstruction and Development*.
- Cheung, Y.-W., Steinkamp, S., & Westermann, F. (2015). China's capital flight: Pre- and post-crisis experiences. *Journal of International Money and Finance*, 66, 88-112.
- Cho, J.-W., Choi, J. H., Kim, T., & Kim, W. (2016). Flight-to-quality and correlation between currency and stock returns. *Journal of Banking & Finance*, 62, 191-212.
- Demir, F. (2004). A failure story: Politics and financial liberalization in Turkey, revisiting the revolving door hypothesis. *World Development*, 32(5), 851-869.
- Gunter, F. R. (2017). Corruption, costs, and family: Chinese capital flight, 1984–2014. *China Economic Review*, 43, 105-117.
- Le, Q. V., & Rishi, M. (2006). Corruption and capital flight: An empirical assessment. *International Economic Journal*, 20, 523-540.
- Ndikumana, L., & Boyce, J. K. (2010). Measurement of capital flight: Methodology and results for sub-Saharan African countries. *African Development Review*, 22(4), 471-481.
- Perez, M. F., Brada, J. C., & Drabek, Z. (2012). Illicit money flows as motives for FDI. *Journal of Comparative Economics*, 40(1), 108-126.
- Reuter, P., & Truman, E. M. (2004). Chasing dirty money: The fight against money laundering. *Washington, DC: Institute for International Economics*.
- Yalta, Y. A., & Yalta, T. A. (2012). Does financial liberalization decrease capital flight? A panel causality analysis. *International Review of Economics & Finance*, 22(1), 92-100.
- Yang, H., Shi, F., Wang, J., & Jing, Z. (2019). Investigating the relationship between financial liberalization and capital flow waves: A panel data analysis. *International Review of Economics & Finance*, 59, 120-136.

## 32.

### XU HƯỚNG DỊCH CHUYỂN NGUỒN VỐN ĐẦU TƯ TRỰC TIẾP NƯỚC NGOÀI: CƠ HỘI VÀ THÁCH THỨC CHO VIỆT NAM

Nguyễn Thị Hồng Nhâm\*

Phạm Dương Phương Thảo\*

#### Tóm tắt

Thời gian qua, dòng vốn đầu tư quốc tế đã có sự biến động mạnh, làm gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu, khó hồi phục bởi tác động nặng nề của đại dịch Covid-19, cũng như những mâu thuẫn, căng thẳng thương mại ngày một gia tăng giữa các nước lớn. Nhiều tập đoàn đa quốc gia của các nền kinh tế lớn như Mỹ, EU, Nhật Bản... đã và đang có kế hoạch rời khỏi Trung Quốc. Đây cũng chính là cơ hội cho Việt Nam và các quốc gia khác đón đầu làn sóng chuyển dịch nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI). Do đó, cần nhận diện những cơ hội và thách thức Việt Nam phải đối mặt, từ đó đề xuất một số giải pháp cho Việt Nam nhằm thu hút có hiệu quả dòng vốn FDI sau đại dịch Covid-19.

**Từ khóa:** Dịch chuyển đầu tư, đại dịch Covid-19, FDI.

#### 1. Đặt vấn đề

Ngày 20/8/2019, Bộ Chính trị ban hành Nghị quyết số 50-NQ/TW, “Về định hướng hoàn thiện thể chế, chính sách, nâng cao chất lượng, hiệu quả hợp tác đầu tư nước ngoài đến năm 2030”. Sau hơn 30 năm mở cửa thu hút nguồn vốn đầu tư nước ngoài, đây là lần đầu tiên Bộ Chính trị ban hành nghị quyết riêng về thu hút FDI. Điều này cho thấy vai trò, vị trí, tầm quan trọng của nguồn lực bên ngoài đối với sự phát triển đất nước hiện nay và tính cấp bách của việc đề ra những chủ trương, chính sách mới để lãnh đạo, định hướng vấn đề này sau hơn 30 năm thực hiện Luật Đầu tư nước ngoài. Vai trò rõ nhất của FDI trong những năm qua là tạo việc làm, tăng thu nhập cho người lao động, đóng góp vào thu ngân sách nhà nước và hội nhập kinh tế quốc tế. Khu vực FDI góp phần quan trọng thúc đẩy chuyển dịch cơ cấu nền kinh tế. Bên cạnh đó, FDI còn giúp Việt Nam đa dạng hóa cơ cấu sản xuất, tạo sự lan tỏa về công nghệ, kinh nghiệm quản lý hiện đại, góp phần đưa Việt Nam tham gia nhiều công đoạn của chuỗi giá trị gia tăng toàn cầu. Việc thu hút

\*Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [nhamnth@ueh.edu.vn](mailto:nhamnth@ueh.edu.vn)

FDI cũng góp phần tích cực hoàn thiện thể chế kinh tế, cải thiện môi trường đầu tư, kinh doanh theo các nguyên tắc của nền kinh tế thị trường, nâng cao năng lực cạnh tranh quốc gia của Việt Nam. Bên cạnh đó, sự có mặt của các doanh nghiệp FDI cũng là động lực nâng cao năng lực cạnh tranh của các doanh nghiệp nội địa trong ứng dụng, phát triển công nghệ, đổi mới quản trị kinh doanh, nâng cao năng suất lao động.

Tính đến cuối năm 2019, cả nước có 30.827 dự án còn hiệu lực với tổng vốn đăng ký 362,58 tỷ USD. Vốn thực hiện lũy kế của các dự án đầu tư trực tiếp nước ngoài đạt 211,78 tỷ USD - bằng 58,4% tổng vốn đăng ký còn hiệu lực (Tổng cục Thống kê, 2020). Năm 2020 do chịu tác động của đại dịch Covid-19, dòng vốn đầu tư toàn cầu đình trệ. Trong bối cảnh đó, Việt Nam vẫn thu hút được nguồn FDI đáng kể. Tính đến cuối tháng 12/2020, cả nước có 33.070 dự án còn hiệu lực, với tổng vốn đăng ký 384 tỷ USD; vốn thực hiện lũy kế của các dự án đầu tư trực tiếp nước ngoài ước đạt 231,86 tỷ USD, bằng 60,4% tổng vốn đầu tư đăng ký còn hiệu lực (Tổng cục Thống kê, 2020). Nếu tính riêng cho năm 2020, tổng vốn FDI vào Việt Nam đạt 28,5 tỷ USD, con số này đã giảm 25% so với năm 2019 do đại dịch Covid-19 gây những tác động tiêu cực đối với nền kinh tế toàn cầu.

Trong bối cảnh dịch Covid-19 bùng phát trên toàn thế giới đã ảnh hưởng lớn tới các hoạt động kinh tế của nhiều nước và làm gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu, nhiều tập đoàn đa quốc gia của các nền kinh tế lớn như Mỹ, EU, Nhật Bản... có kế hoạch rời khỏi Trung Quốc. Đơn cử, chính phủ Nhật Bản công bố quỹ trị giá 2,2 tỷ USD để hỗ trợ các nhà sản xuất Nhật Bản quay trở lại nước này, hoặc chuyển dây chuyền sang Đông Nam Á nếu họ rời khỏi Trung Quốc. Trong khi đó nhiều công ty của Mỹ và châu Âu cũng đang đẩy nhanh tiến độ rút lui và tìm cách chuyển dây chuyền sản xuất khỏi Trung Quốc. Chính vì vậy, đây cũng là thời điểm nhiều quốc gia khu vực Đông Nam Á, trong đó có Việt Nam đón nhận làn sóng chuyển dịch này. Do đó, việc nhận diện những lợi thế cũng như những thách thức của Việt Nam trong thời điểm này rất cần thiết, từ đó có thể đưa ra được những khuyến nghị giải pháp góp phần đẩy mạnh việc thu hút nguồn vốn FDI, đặc biệt là nguồn vốn FDI công nghệ cao vào Việt Nam.

## **2. Xu hướng dịch chuyển nguồn vốn FDI**

Từ năm 2018, do tác động của xu hướng bảo hộ sản xuất trong nước, căng thẳng thương mại Mỹ - Trung, dòng vốn đầu tư trên thế giới có biến động mạnh, không chỉ giảm về giá trị, còn có sự dịch chuyển mạnh giữa các khu vực và quốc gia. Tác động của chiến tranh thương mại tới dòng vốn FDI rất đáng kể do các chuỗi cung ứng toàn cầu sẽ bị phá vỡ. Theo Nomura Group, kể từ đầu năm 2018 đến tháng 8/2019, đã có 56 doanh nghiệp quốc tế rời Trung Quốc sang sản xuất tại các nước khác; trong đó có 26 doanh nghiệp chọn Việt Nam, 11 doanh nghiệp sang Đài Loan, 11 doanh nghiệp sang Thái Lan, 3 doanh

ngành lựa chọn Ấn Độ... Ngoài ra, theo khảo sát của Phòng Thương mại Mỹ tại Trung Quốc, 41% công ty Mỹ đang xem xét hoặc đã chuyển nhà máy ra khỏi Trung Quốc vì chiến tranh thương mại. Các địa điểm tiềm năng để di chuyển nhà máy là các nước Đông Nam Á như Việt Nam, Campuchia, Philippines hoặc Mexico. Chính phủ Mỹ đã áp thuế lên hầu hết hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc, với giá trị lên đến 625 tỷ USD. Bên cạnh đó, môi trường kinh doanh tại Trung Quốc đã giảm sức hấp dẫn khi chi phí nhân công ngày càng cao, chính sách bảo vệ môi trường ngày càng khắt khe và sự phát triển công nghệ của Trung Quốc làm tăng mức độ cạnh tranh. Năm 2019, Trung Quốc cũng đã giảm thứ hạng về thu hút đầu tư trực tiếp từ nước ngoài xuống vị trí thứ 7 trên thế giới (so với vị trí thứ 3 năm 2017). Đây cũng là thứ hạng thấp nhất của Trung Quốc từ trước đến nay.

Nhằm giành lợi thế trong cuộc đua thu hút FDI, các quốc gia đã đưa ra các chương trình hỗ trợ nhà đầu tư nước ngoài, cải thiện môi trường đầu tư, nâng cao chất lượng hạ tầng... phù hợp với nhu cầu của từng nhà đầu tư đến từ các quốc gia khác nhau. Đơn cử, Ấn Độ đã dành một quỹ đất lớn, chuẩn bị sẵn hạ tầng, lựa chọn 3-4 ngành ưu tiên, chủ động lựa chọn, tiếp cận với các nhà đầu tư nước ngoài nhằm kêu gọi đầu tư. Bên cạnh đó, chính phủ Ấn Độ cam kết sẽ cân nhắc các yêu cầu cụ thể về thay đổi luật lao động, hoãn áp thuế giao dịch trực tuyến của các hãng thương mại điện tử. Với ưu thế là thị trường rộng lớn (dân số thứ 2 thế giới), cộng với trình độ lao động lành nghề của người lao động. Ấn Độ đã thu hút được nhiều công ty Mỹ đến đầu tư trong giai đoạn vừa qua. Tại Thái Lan, chính phủ nước này cũng đã đẩy mạnh quá trình cấp phép cho nhà đầu tư nước ngoài, giảm thuế, đặc biệt là ngành công nghiệp mũ nhện. Chính phủ Thái Lan còn hướng tới sửa đổi Luật Kinh doanh nước ngoài, đồng thời đưa ra các biện pháp phát triển nguồn nhân lực trong lĩnh vực công nghệ tiên tiến. Trong khi đó, Indonesia (quốc gia đứng thứ 18 thế giới, thứ 2 khu vực ASEAN về thu hút FDI năm 2019) cũng đã chuẩn bị sẵn một khu vực rộng 4.000ha tại Trung Java làm địa điểm sản xuất cho 27 công ty Mỹ, trong đó có các công ty nổi tiếng như: AT&T, Coca cola, Exxon Mobil, Johnson&Johnson... Đồng thời tiếp tục đẩy mạnh đầu tư vào cơ sở hạ tầng, nhất là hệ thống các khu công nghiệp và hệ thống logistics nhằm kêu gọi các nhà đầu tư nước ngoài.

Lĩnh vực sản xuất cũng có nhiều dịch chuyển so với trước đây. Từ khi đại dịch Covid-19 xảy ra, các nhà đầu tư nước ngoài đã và đang dịch chuyển đầu tư, chủ yếu trong các lĩnh vực: (i) công nghệ thông tin, công nghệ cao (như Samsung, Apple,...); (ii) thiết bị điện tử và phụ kiện (Panasonic...); (iii) logistics, thương mại điện tử (Alibaba...); (iv) hàng tiêu dùng, bán lẻ (Zara, H&M)... So với trước đại dịch Covid-19, vốn FDI đầu tư vào Việt Nam chủ yếu tập trung vào 3 lĩnh vực chính, đó là: công nghiệp chế biến - chế tạo, kinh doanh bất động sản và bán buôn - bán lẻ - sửa chữa ô tô, mô tô, xe máy (chiếm 81% tổng vốn đăng ký năm 2019).

**Bảng 1: Danh sách các công ty đã dịch chuyển/ lên kế hoạch dịch chuyển từ Trung Quốc sang Việt Nam giai đoạn 2019-2020**

Tên công ty	Quốc gia	Vị trí chuyển dịch	Ngành nghề
Hanwha	Hàn Quốc	Hà Nội	Linh kiện hàng không
Yokowo	Nhật Bản	Hà Nam	Linh kiện xe máy
Huafu	Trung Quốc	Long An	Dệt may
Goertek	Trung Quốc	Bắc Ninh	Linh kiện điện thoại
TCL	Trung Quốc	Bình Dương	TV- Điện tử
Foxconn	Đài Loan	Bắc Giang	TC- Điện tử
Nintendo	Nhật Bản	Chưa xác định	Điện tử- Game
Sharp	Nhật Bản	Bình Dương	Điện tử- Camera
Kyocera	Nhật Bản	Hải Phòng	Máy in, photocopy
Asics	Nhật Bản	Chưa xác định	Giày da
Microsoft	Mỹ	Chưa xác định	Phần mềm, linh kiện máy tính
Intel	Mỹ	Chưa xác định	Linh kiện máy tính
Hoya	Nhật Bản	Chưa xác định	Linh kiện ổ cứng
Matsuoka	Nhật Bản	Chưa xác định	Quần áo y tế
Meiko	Nhật Bản	Chưa xác định	Linh kiện điện thoại
Yokoo	Nhật Bản	Chưa xác định	Phụ tùng ô tô
Hóa chất Shin- Etsu	Nhật Bản	Chưa xác định	Kim loại hiếm
Nikkiso	Nhật Bản	Chưa xác định	Dây truyền dịch

*Nguồn: Báo cáo của Công ty chứng khoán VN-Direct và Jetro*

### 3. Nguyên nhân của xu hướng dịch chuyển nguồn vốn FDI

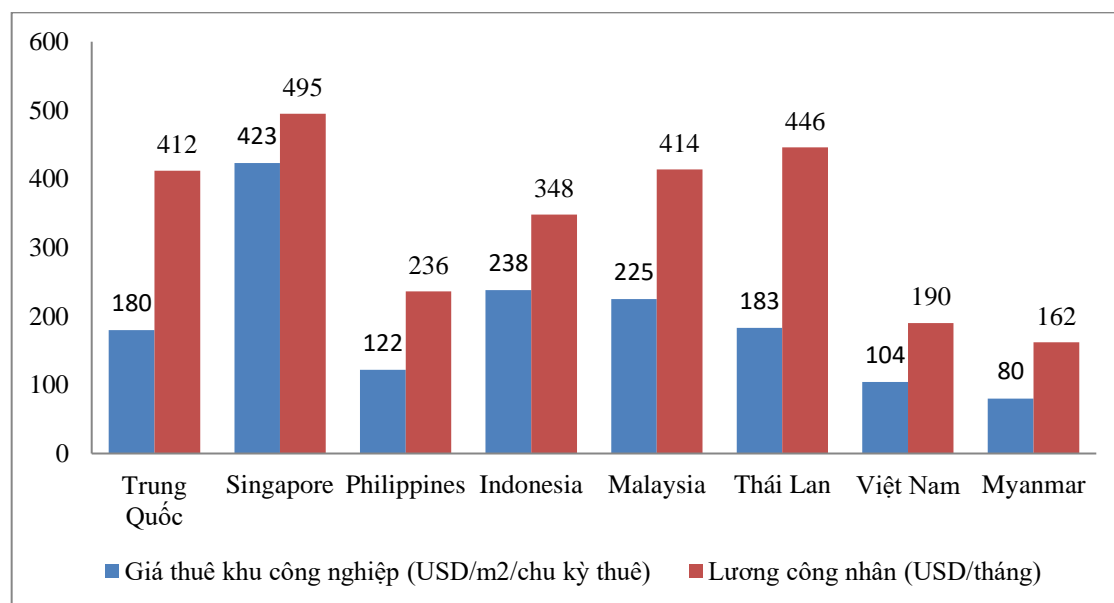
Nguồn vốn FDI dịch chuyển mạnh từ Trung Quốc và vùng lãnh thổ sang các nước châu Á, khu vực ASEAN, trong đó có Việt Nam chủ yếu do các nguyên nhân chính sau đây:

*Thứ nhất*, né tránh rủi ro chiến tranh thương mại: Căng thẳng thương mại Mỹ - Trung leo thang khiến các nhà đầu tư có xu hướng tìm kiếm một địa chỉ đầu tư sản xuất (định hướng xuất khẩu) ổn định hơn, ít rủi ro hơn, đồng thời có thể tránh được việc áp thuế cao của Mỹ.

*Thứ hai*, chi phí sản xuất tăng cao ở Trung Quốc, chiến lược “Trung Quốc + 1” ra đời hơn 10 năm qua do Trung Quốc đang mất dần những lợi thế thu hút FDI như chi phí nhân công tăng: Tiền lương sản xuất ở Trung Quốc đã tăng từ 2USD/giờ trong năm 2010 lên 3,9USD/giờ trong năm 2016. Mức lương này khá cao khi so sánh với tiền lương sản xuất trung bình ở Việt Nam, chỉ gần 1-1,4USD/giờ). Chi phí sử dụng bất động sản công nghiệp tại Trung Quốc cũng tăng mạnh: Các thành phố lớn như Thượng Hải ghi nhận giá đất công nghiệp tăng lên mức 180USD/m<sup>2</sup>, cao hơn so với các thành phố Đông Nam Á khác, trong khi Việt Nam đang có mức giá đất tương đối cạnh tranh, chỉ ở mức 100-

140USD/m<sup>2</sup>; Chi phí cho hoạt động sản xuất tại Việt Nam đang khá cạnh tranh so với Trung Quốc hay các quốc gia khác trong khu vực (Hình 1).

**Hình 1: Chi phí hoạt động sản xuất tại Việt Nam và một số quốc gia**



*Nguồn: tổng hợp của các tác giả*

*Thứ ba*, chính phủ một số nước như: Mỹ, Nhật Bản... khuyến khích các công ty chuyên dây chuyền sản xuất quan trọng ra khỏi Trung Quốc. Tháng 5/2020, Mỹ đã ký sắc lệnh nhằm hỗ trợ các công ty Mỹ dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc. Đối với Nhật Bản trong tháng 4/2020, Nhật Bản đã dành 2,2 tỷ USD trong gói cứu trợ kinh tế gần 1.000 tỷ USD để giúp giúp tài trợ cho các doanh nghiệp địa phương đưa hoạt động sản xuất từ Trung Quốc trở lại Nhật Bản hoặc chuyển sang các nước Đông Nam Á... Đồng thời nước này khởi động một chương trình trợ cấp trị giá 23,5 tỷ Yên (220 triệu USD), nhằm hỗ trợ các công ty đa dạng hóa chuỗi cung ứng tại các nước ASEAN.

*Thứ tư*, đại dịch Covid-19 là chất xúc tác thúc đẩy nhanh quá trình chuyển dịch, sắp xếp lại chuỗi cung ứng toàn cầu. Đây cũng chính là cơ hội để các nước trên thế giới nhận thấy sự phụ thuộc lớn vào các chuỗi sản xuất, cung ứng từ Trung Quốc. Chính vì lý do này, các tập đoàn đa quốc gia muốn dịch chuyển đầu tư sang các nước châu Á khác như Indonesia, Malaysia, Ấn Độ, Việt Nam, Thái Lan, Philippines... Đơn cử, các công ty như Apple, Nintendo, HP, Dell đã có kế hoạch di chuyển khỏi Trung Quốc và điểm đến có thể là Ấn Độ; Nikkei Asian Review, Google và Microsoft đang chuyển một số dây chuyền sản xuất của họ từ Trung Quốc sang Việt Nam và Thái Lan.



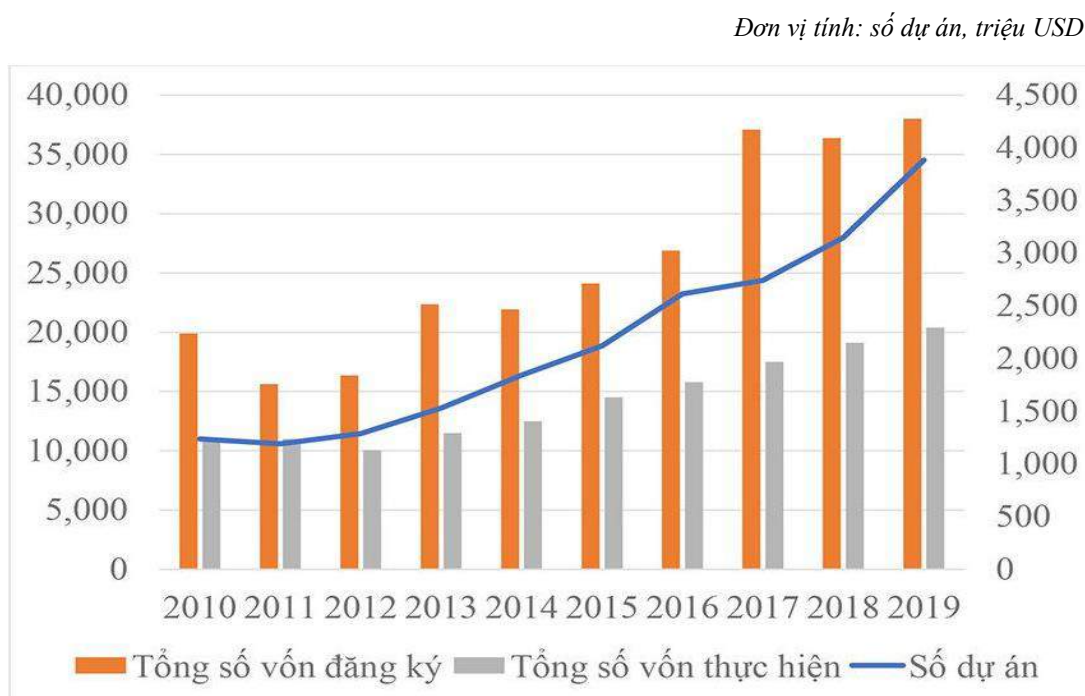
*Thứ năm*, tận dụng cơ hội mới từ các thị trường tiềm năng (Ấn Độ, Indonesia, Việt Nam, Philippines...): Trong số đó, Việt Nam được đánh giá là một điểm sáng về thu hút đầu tư không chỉ hấp dẫn bởi môi trường chính trị an toàn và chính sách khuyến khích đầu tư thông *thoáng*, thành công của Việt Nam trong cuộc chiến chống dịch Covid-19 cũng đang tạo ấn tượng tốt đối với nhiều nhà đầu tư nước ngoài. Đồng thời, Việt Nam cũng có nhiều lợi thế tương đồng so với Trung Quốc về vị trí địa lý, chính trị, văn hóa... từ đó có thể giảm thiểu tối đa chi phí dịch chuyển sản xuất và vẫn duy trì mối liên hệ chặt chẽ với các cơ sở sản xuất hiện có tại Trung Quốc.

#### 4. Cơ hội và thách thức đối với Việt Nam trong thu hút dòng vốn FDI dịch chuyển

##### 4.1. Cơ hội thu hút dòng vốn FDI

Việt Nam đã đạt được những thành tựu đáng kể trong khoảng 10 năm trở lại đây. Theo thống kê của cục Đầu tư nước ngoài (Bộ Kế hoạch - Đầu tư, 2019) cho thấy, giai đoạn 2010-2019 đã có 21.077 dự án FDI được cấp phép đăng ký đầu tư tại Việt Nam với tổng số vốn đăng ký 252.988 triệu USD. Trong đó, tỷ lệ giải ngân đạt 56,82%. Quy mô bình quân 1 dự án đạt 12 triệu USD.

**Hình 2: Số dự án, tổng số vốn đăng ký và tổng số vốn thực hiện của nguồn vốn FDI vào Việt Nam giai đoạn 2010-2019**



*Nguồn: Cục Đầu tư nước ngoài, Bộ Kế hoạch và Đầu tư giai đoạn 2010 - 2019*

Xu hướng tăng trưởng đều trong những năm qua có thể coi là tiền đề quan trọng cho sự phát triển của dòng vốn FDI trong những năm tới. Thực tế cho thấy, Việt Nam đang có khá nhiều cơ hội để tiếp tục thực hiện tốt hơn nữa mục tiêu thu hút dòng vốn FDI:

*Thứ nhất*, Việt Nam được đánh giá có môi trường đầu tư an toàn. Báo cáo Chỉ số năng lực cạnh tranh cấp tỉnh PCI 2019, cho thấy các doanh nghiệp FDI tiếp tục đánh giá tích cực môi trường kinh doanh Việt Nam. Những cải thiện ấn tượng nhất là lĩnh vực đăng ký doanh nghiệp, tiếp cận đất đai và cắt giảm chi phí không chính thức, cũng như gánh nặng chi phí tuân thủ cho doanh nghiệp. Đồng thời, các điều kiện kinh doanh, hạ tầng logistic, công nghệ đang được Chính phủ Việt Nam quan tâm cải thiện liên tục. Cuộc điều tra mới đây do Tổ chức xúc tiến thương mại Nhật Bản (JETRO) đối với hơn 3.500 doanh nghiệp Nhật có ý định đầu tư ra nước ngoài, cũng cho thấy số doanh nghiệp lựa chọn Việt Nam đã tăng ấn tượng, từ 5,5% lên 41%. Trong đó, số doanh nghiệp dự kiến đầu tư vào ngành điện tử tăng 15,6%, dệt may tăng hơn 14%. Theo ước tính của Ngân hàng Phát triển châu Á (ADB), 5,8% GDP của Việt Nam được chi cho việc phát triển cơ sở hạ tầng, một mức chi đầu tư cao nhất trong khu vực Đông Nam Á. Bên cạnh đó, đẩy mạnh đầu tư công giúp cơ sở hạ tầng ngày càng hoàn thiện, tạo điều kiện thuận lợi cho giao thương và thu hút các nhà máy dịch chuyển sang Việt Nam...

*Thứ hai*, Việt Nam là một trong các quốc gia phòng chống dịch Covid-19 tốt trên thế giới, điều này làm tăng vị thế của Việt Nam trên trường quốc tế. Các thành viên thuộc Hiệp hội Doanh nghiệp châu Âu tại Việt Nam (EuroCham) đánh giá cao các biện pháp của Chính phủ, trong đó có Chỉ thị số 11/CT-TTg của Thủ tướng Chính phủ về các nhiệm vụ, giải pháp cấp bách tháo gỡ khó khăn cho sản xuất, kinh doanh, bảo đảm an sinh xã hội ứng phó với dịch Covid-19; Công văn số 897/TCT-QLN ngày 3/3/2020 về gia hạn nộp thuế, miễn tiền chậm nộp do ảnh hưởng bởi dịch bệnh Covid -19; Nghị định số 41/2020/NĐ-CP về gia hạn nộp thuế và tiền thuế đất; Công văn số 1511/LĐTBXH/BHXH hướng dẫn việc tạm dừng đóng vào quỹ hưu trí, tử tuất; Công văn số 245/TLĐ ngày 18/3/2020 về việc lùi thời điểm đóng kinh phí công đoàn đối với các doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi dịch Covid -19...

*Thứ ba*, sản xuất công nghiệp tại Việt Nam được hưởng lợi thể từ các hiệp định thương mại tự do (FTA). Hiện nay, Việt Nam đang dẫn đầu thế giới vì có nhiều FTA nhất. Trong tổng số 16 FTA có 12 FTA đã có hiệu lực. Việc dỡ bỏ hàng rào thuế quan sẽ tạo thuận lợi cho thương mại hai chiều giữa nước ta với các nước phát triển như Mỹ, Đức, Anh, Pháp... Mặt khác, chi phí cho hoạt động sản xuất tại Việt Nam đang khá cạnh tranh so với nhiều quốc gia khác trong khu vực. Đây là cơ hội tốt có tác động tích cực đến dòng vốn FDI từ những nền kinh tế lớn đổ vào Việt Nam.

## 4.2. Thách thức trong thu hút nguồn vốn FDI

Trong bối cảnh diễn biến khó lường của nền kinh tế toàn cầu do hậu quả của đại dịch Covid-19 và chiến tranh thương mại Mỹ - Trung. Bên cạnh những cơ hội vàng, Việt Nam cũng đang phải đối mặt với nhiều thách thức trong quá trình thu hút nguồn vốn FDI, cụ thể:

*Thứ nhất*, một số quốc gia châu Á hay trong khu vực Đông Nam Á như Ấn Độ, Indonesia, Thái Lan, Lào... cũng có những hành động tích cực nhằm thu hút vốn đầu tư nước ngoài. Đơn cử, Ấn Độ miễn thuế 4-10 năm cho các dự án đầu tư trong một số lĩnh vực ưu tiên. Đồng thời, cam kết dành ra quỹ đất rộng 461 hecta nhằm thu hút các doanh nghiệp rời khỏi Trung Quốc, và đã chọn ra 10 ngành chủ chốt để tập trung thúc đẩy sản xuất; Indonesia có kế hoạch giảm thuế TNDN từ 25% về mức 23% năm 2021, cam kết dành 400 hecta cho các nhà đầu tư; hay Thái Lan cam kết cung cấp gói hỗ trợ đào tạo công nhân lành nghề ngoài ra có các biện pháp tăng rào cản nhằm ngăn chặn tình trạng thâm tóm trong một số lĩnh vực (Mỹ, Nhật Bản, EU, Anh, Úc...), như xây dựng khu công nghiệp với diện tích lớn, đảm bảo các nhu cầu của nhà đầu tư, áp dụng giá đất cho thuê ưu đãi, áp dụng nhiều chính sách thuế...

*Thứ hai*, môi trường đầu tư và năng lực cạnh tranh của Việt Nam mặc dù đã được cải thiện, tuy nhiên vẫn chưa đáp ứng hoàn toàn được yêu cầu của các nhà đầu tư quốc tế, đặc biệt là về thời gian thực hiện thủ tục hành chính, chi phí giao dịch. Hạ tầng khu công nghiệp, logistics; và các ngành công nghiệp phụ trợ của Việt Nam vẫn còn khoảng cách khá xa trong so sánh với Trung Quốc.

*Thứ ba*, trong bối cảnh cuộc cách mạng công nghiệp 4.0, công nghệ đóng vai trò quan trọng trong sự phát triển kinh tế cũng như thu hút nguồn vốn đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, những hạn chế trong tiến trình công nghiệp hóa, hiện đại hóa thực sự là thách thức không nhỏ cho Việt Nam để đạt được những mục tiêu thu hút FDI như kỳ vọng.

*Thứ tư*, nguồn vốn FDI vào Việt Nam thiếu tính bền vững, vì vẫn phụ thuộc quá nhiều vào vài dự án quy mô vốn lớn. Trong những năm trở lại đây, nguồn vốn FDI hàng năm đều dựa vào một số dự án tỷ đô của các nhà đầu tư đến Việt Nam, như dự án Samsung, LG Display... Đó là những dự án có quy mô có thể mang lại nhiều lợi ích cho địa phương, tuy nhiên nếu những dự án này không tiếp tục được cấp phép, hoặc rút vốn, sẽ ảnh hưởng rất lớn đến địa phương đó.

## 5. Kết luận và một số khuyến nghị

Đại dịch Covid -19 khiến nền kinh tế toàn cầu nói chung và Việt Nam nói riêng có nhiều biến động, kéo theo sự dịch chuyển của dòng vốn FDI. Để đón đầu làn sóng chuyển dịch của dòng vốn FDI trong thời gian tới, bài viết đưa ra một số giải pháp mang tính cấp bách và lâu dài để Việt Nam thu hút được vốn FDI và phát huy được những tiềm năng vốn của của đất nước, cụ thể:

*Trong ngắn hạn:*

- Tiếp tục tập trung phòng ngừa và kiểm soát dịch bệnh, song song với đó phục hồi nền kinh tế sau đại dịch để các nhà đầu tư có thể yên tâm tiếp cận, tìm hiểu thị trường Việt Nam;
- Đối với các dự án FDI đang dở dang cần ưu tiên để tiếp tục đi vào quá trình vận hành, hoạt động, nhằm củng cố niềm tin cho các nhà đầu tư;
- Đối với những dự án đầu tư mới, cần phải quy định rõ những ngành nào, lĩnh vực nào cần ưu tiên thu hút FDI trên nguyên tắc những ngành và lĩnh vực mà doanh nghiệp trong nước đã làm và làm tốt không kêu gọi để không gây sức ép cạnh tranh với doanh nghiệp trong nước;
- Rà soát, cập nhật, điều chỉnh phù hợp trong việc phân cấp phê duyệt đầu tư, tinh gọn quy trình, thủ tục nhanh gọn; công bố quy định, quy trình công khai minh bạch;
- Có chính sách, gói hỗ trợ đào tạo nguồn nhân lực có tay nghề, nhóm đối tượng bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh Covid -19 đa số thuộc lao động không có tay nghề, trình độ. Vì vậy, trong thời gian tới cần đẩy mạnh công tác đào tạo nhân lực tiếp tục chuyển biến theo hướng tập trung nâng cao chất lượng, đào tạo gắn kết với nhu cầu lao động địa phương và phù hợp ngành nghề của từng địa phương.

*Trong trung và dài hạn:*

- Duy trì ổn định môi trường vĩ mô, nâng cao sức chống chịu của nền kinh tế đối với các cú sốc từ bên ngoài. Đồng thời luôn đảm bảo tính nhất quán, ổn định và phù hợp của các cơ chế chính sách về: thuế, đất đai, lao động... để các nhà đầu tư nước ngoài yên tâm xây dựng kế hoạch đầu tư dài hạn tại Việt Nam.
- Xây dựng các chiến lược dài hạn cải thiện mạnh mẽ môi trường kinh doanh, đảm bảo công khai, minh bạch, thủ tục hành chính cần được tiếp tục đơn giản hóa, thuận tiện, hiệu quả...
- Đẩy mạnh đầu tư, nâng cấp cơ sở hạ tầng đồng bộ (KCN, điện, nước, hạ tầng GTVT, thông tin, logistics, dịch vụ đi kèm KCN...).
- Cần chuẩn bị chiến lược thu hút FDI trong dài hạn, chuyển trọng điểm chính sách thu hút, hợp tác đầu tư nước ngoài từ số lượng sang chất lượng, ưu tiên các dự án

có giá trị gia tăng cao, mô hình quản lý hiện đại. Chủ động thu hút dự án FDI theo hướng có chọn lọc. Hay chủ động đối với những dự án FDI đặc biệt như là nguồn vốn lớn, ngành nghề kinh doanh tập trung vào những mục tiêu trọng điểm quốc gia thì nên có những chính sách riêng nhằm thu hút được hiệu quả.

- Dựa vào thực tế ngành công nghiệp phụ trợ còn chưa phát triển để hỗ trợ các doanh nghiệp FDI trong quá trình đi vào sản xuất, tạo ra sản phẩm để cung ứng cho xã hội, thì trong giai đoạn 2021-2030, Việt Nam cần khuyến khích, tạo điều kiện của các dự án FDI đầu tư và sản xuất tại Việt Nam theo hình thức liên doanh với doanh nghiệp trong nước để doanh nghiệp Việt Nam có điều kiện tiếp cận với công nghệ, kỹ năng quản lý hiện đại của doanh nghiệp FDI, đồng thời giúp doanh nghiệp FDI tập trung vào khâu trọng điểm để tạo ra sản phẩm.

### **Tài liệu tham khảo**

Bộ Kế hoạch và Đầu tư (2019), Số liệu về tình hình thu hút vốn FDI các năm từ 2010 đến 2019.

Bộ Kế hoạch và Đầu tư (2018), Kỳ yếu Hội nghị 30 năm đầu tư trực tiếp nước ngoài tại Việt Nam.

Chính phủ (2019), Nghị quyết số 58/NQ-CP, ngày 20 tháng 8 năm 2019, về Chương trình hành động thực hiện Nghị quyết 50 của Bộ Chính trị.

Tổng cục Thống kê (2020), Báo cáo tình hình kinh tế - xã hội năm 2020.

<http://tapchinganhang.gov.vn/xu-huong-dich-chuyen-dau-tu-ra-khoi-trung-quoc-va-giai-phap-thu-hut-dau-tu-cho-viet-nam.htm>

<http://thoibaotaichinhvietnam.vn/pages/kinh-doanh/2020-12-04/don-dong-dich-chuyen-dau-tu-viet-nam-can-nhanh-chan-96294.aspx>

<https://tapchicongthuong.vn/bai-viet/xu-the-dich-chuyen-dau-tu-va-goi-y-mot-so-giai-phap-cho-viet-nam-ve-tiep-nhan-dong-von-fdi-moi-sau-dai-dich-covid-19-74445.htm>

<https://vietnamfinance.vn/xu-the-dich-chuyen-dong-von-dau-tu-va-giai-phap-doi-voi-viet-nam-20180504224240053.htm>

# 33.

## XU HƯỚNG DỊCH CHUYỂN DÒNG VỐN QUỐC TẾ

Nguyễn Văn Thiện Tâm\*  
Nguyễn Tiến Hùng\*

### Tóm tắt

Một bức tranh kinh tế âm đạm, số lượng giao dịch thương mại sụt giảm, chuỗi giá trị toàn cầu liệu có bị phá hủy, nhiều ngành điêu đứng bởi đại dịch Covid-19, những lệnh phong tỏa và giờ giới nghiêm ở nhiều nơi trên thế giới, là những gì mà rất nhiều báo đài đã nói về năm 2020. Đại dịch Covid-19 bắt đầu từ cuối năm 2019 với những diễn biến khó lường của nó cho đến nay, là một cú sốc đối với mọi mặt của nền kinh tế thế giới. Nhưng hơn hết, đại dịch đã và đang góp phần thúc đẩy quá trình dịch chuyển của dòng vốn quốc tế, cũng như định hình lại chuỗi cung ứng và chuỗi giá trị toàn cầu. Với tầm nhìn của một quốc gia đang phát triển, Việt Nam cần biết tận dụng thời cơ, củng cố nền công nghiệp hỗ trợ, tạo dựng môi trường đầu tư lành mạnh để có thể khai thác tối đa những cơ hội mà dòng vốn đầu tư quốc tế mang lại, góp phần phục hồi nhanh chóng nền kinh tế hậu Covid-19.

**Từ khóa:** Covid-19, dịch chuyển dòng vốn, đầu tư trực tiếp, đầu tư gián tiếp.

### 1. Đặt vấn đề

Thế giới đã, đang và sẽ đối mặt với một cuộc khủng hoảng chưa từng có tiền lệ gây ra bởi đại dịch Covid-19. Covid-19 đã “chạm” đến mọi khía cạnh của nền kinh tế, gây ra rất nhiều khó khăn và thách thức trong công cuộc phòng chống và hồi phục hậu Covid của các quốc gia. Tính đến cuối năm 2020, GDP toàn cầu đã giảm 5.6% so với năm 2019, tăng trưởng của hầu hết các khu vực đều mang một màu âm đạm. Sự đứt gãy của chuỗi cung ứng toàn cầu đã trở thành đề tài nhận được nhiều sự bàn luận, quan tâm cũng như tranh cãi của nhà kinh tế toàn cầu bởi mối liên hệ của nó đối với dòng vốn quốc tế. Có thể thấy, đại dịch Covid-19 đã gây ra những tác động mang tính tức thì và tiêu cực đến

---

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [tamnv@ueh.edu.vn](mailto:tamnv@ueh.edu.vn)

dòng vốn quốc tế bao gồm cả dòng vốn đầu tư trực tiếp (FDI) và đầu tư danh mục hay đầu tư gián tiếp (portfolio investment).

Những phản ứng của thị trường tài chính trước diễn biến khó lường của đại dịch Covid-19 và những sự kiện kinh tế trước đó đã phần nào cho thấy tính dễ bị tác động của nó. Chính vì thế, nhận biết được sự thay đổi của những thành phần trong thị trường này, nhất là sự dịch chuyển của dòng vốn quốc tế cũng như nguyên nhân và xu thế dịch chuyển trong tương lai là rất cần thiết đối với các nhà hoạch định chính sách, các ngân hàng trung ương, Chính phủ của không chỉ các quốc gia đang phát triển và các nền kinh tế mới nổi mà còn đối với các trung tâm tài chính quốc tế trong việc điều hành và ổn định điều kiện tài chính toàn cầu.

## **2. Dòng vốn toàn cầu đang “chảy” như thế nào?**

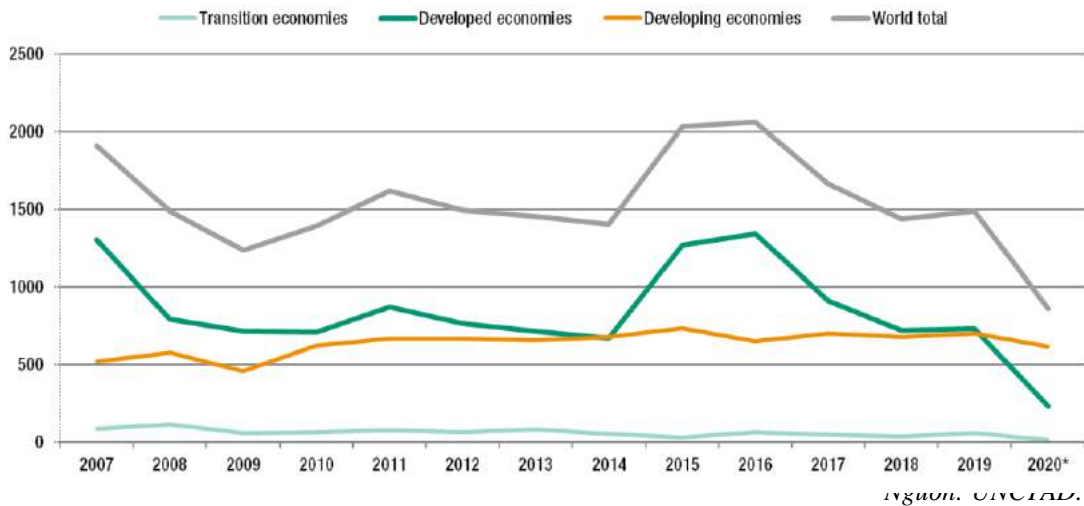
Trong quá trình phân tích dòng vốn FDI của các quốc gia, dựa trên tính sẵn có của số liệu để có những phân tích mang tính cập nhật hơn nên các nguồn số liệu được sử dụng khác nhau nhưng đều đảm bảo dòng vốn FDI được ghi nhận theo cùng một phương pháp được công bố trong BMD4 ( OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment) và BPM6 (IMF Balance of payment manual 6) - đó là phương pháp định hướng (directional presentation). Theo đó, để thuận tiện trong việc phân tích dòng vốn tại từng quốc gia, số liệu thống kê chi tiết về FDI theo quốc gia và theo ngành được công bố theo cách trình bày định hướng thay vì phương pháp ghi nhận theo tài sản/nợ (assets/liabilities) vì nó không thể hiện rõ hướng chảy của dòng vốn. Sự khác biệt trong số liệu giữa các tổ chức này đến từ thời gian sửa đổi cũng như các số liệu của UNCTAD đã được điều chỉnh (adjusted).

Từ những làn sóng đầu tiên của đại dịch, các tổ chức trên thế giới như IMF, World bank hay UNCTAD đã dự báo dòng FDI toàn cầu gắn với dịch chuyển chuỗi có thể giảm xuống. Và thực tế số liệu đã chứng minh các dự báo trên là hoàn toàn chính xác. Hình 1 đã minh họa rõ nét xu hướng này đối với 3 nhóm: các nước phát triển, đang phát triển, đang chuyển đổi cùng với mức thay đổi của thế giới.

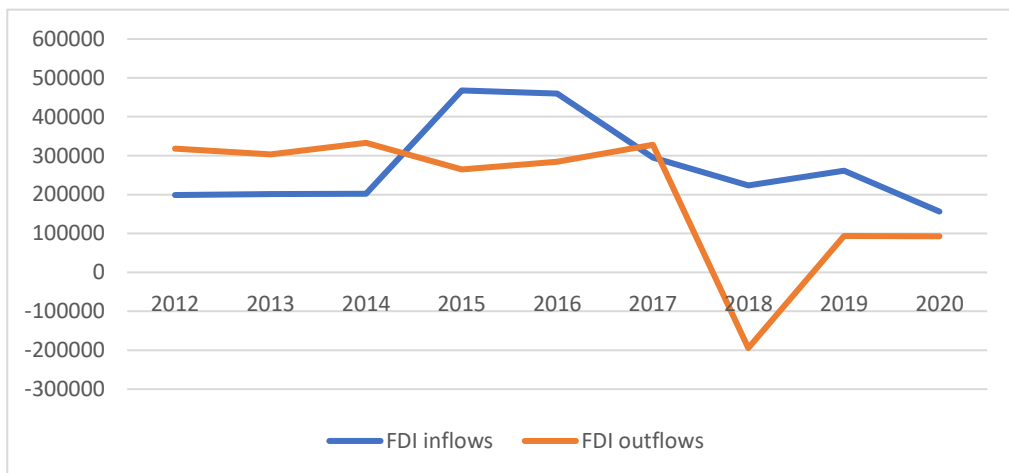
Có thể thấy, năm 2020, dòng vốn FDI toàn cầu đã sụt giảm 42%, tương đương 849 tỷ USD so với năm 2019 (1.5 tỷ USD). Tổng lượng vốn FDI thế giới lần đầu tiên giảm xuống dưới 1 tỷ USD kể từ năm 2005, cũng như thấp hơn mức giảm của FDI toàn cầu dưới sự tác động của khủng hoảng tài chính 2007-2008. Tình trạng này diễn ra ở tất cả các nhóm quốc gia nhưng với mức độ ảnh hưởng khác nhau. Cụ thể, FDI chủ yếu giảm mạnh ở các nước phát triển, lên đến gần 70% so với năm 2019, tương đương với gần 229 tỷ USD. Trong khi đó, nhóm các nước đang phát triển cũng không nằm ngoài quy luật chung của thế giới nhưng với một mức khiêm tốn hơn, chỉ vào khoảng 12% so với năm trước. Đối với từng nhóm nước thì tỷ lệ thu hút vốn FDI cũng khác biệt tùy thuộc vào

khu vực địa lý và sự tham gia trên chuỗi cung ứng cũng như chuỗi giá trị toàn cầu. Do đó, để hiểu rõ hơn mức giảm chung của từng nhóm nước hay thế giới, chúng ta cần xét đến những quốc gia chiếm tỷ trọng lớn trong FDI toàn cầu, hay có ảnh hưởng lớn đến nền kinh tế chung.

**Hình 1: FDI inflows (tỷ USD) - Dòng vốn vào trong giai đoạn 2007 – 2020, phân chia theo khu vực kinh tế**



**Hình 2: Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Mỹ và vốn đầu tư trực tiếp từ Mỹ ra nước ngoài, giai đoạn 2012-2020 (Tỷ USD)**



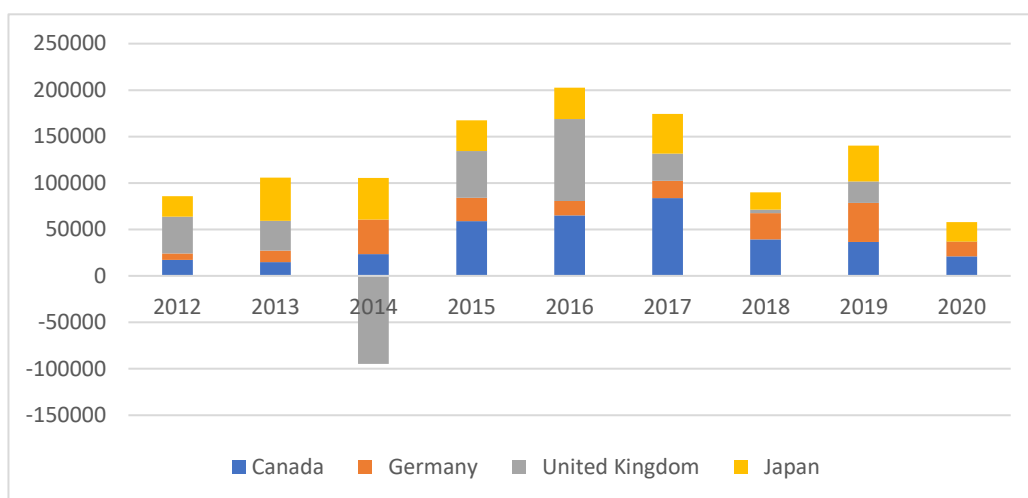
*Nguồn : Tác giả tổng hợp từ US. Bureau of Economics Analysis*

Là một nền kinh tế lớn nhất trên thế giới, Mỹ đồng thời cũng là quốc gia có hoạt động đầu tư FDI nổi trội. Vì thế, sự thay đổi trong dòng vốn đầu tư FDI tại Mỹ cần được phân tích cụ thể vì nó có thể góp phần giải thích cho các xu hướng đang diễn ra trên thế giới.



Trước hết, dòng vốn vào Mỹ giảm hơn 40% so với năm 2019. Số liệu từ Cơ quan phân tích kinh tế của Mỹ (BEA) cho thấy sự sụt giảm dòng vốn vào chủ yếu đến từ các MNEs ở các nước có đầu tư trực tiếp lớn vào Mỹ từ trước đến nay như Đức, Nhật và Anh (Hình 3). Điều này có thể được lý giải bởi tình hình Covid rất phức tạp tại Mỹ với số ca nhiễm và số ca tử vong tăng cao chóng mặt, cũng như tác động của cuộc bầu cử tổng thống Mỹ vào cuối năm. Bên cạnh đó, dòng vốn đầu tư ra nước ngoài của Mỹ cũng chỉ giảm nhẹ nhưng so với nửa cuối năm 2019 thì nửa đầu năm 2020 vẫn có phần khả quan hơn.

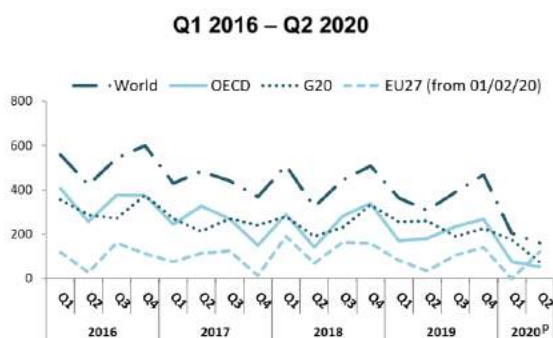
**Hình 3: Vốn đầu tư trực tiếp vào Mỹ từ các đối tác chính giai đoạn 2012 – 2020 (Tỷ USD)**



*Nguồn : Tác giả tổng hợp từ US. Bureau of Economics Analysis*

Các quốc gia trong Liên minh châu Âu cũng trải qua năm 2020 với nhiều biến động về dòng vốn FDI. Cụ thể, dòng vốn chảy vào khu vực này giảm 71% so với năm 2019 gây ra bởi việc thoái vốn mạnh tại các quốc gia trước đây từng là những nơi thu hút nguồn vốn lớn như Hà Lan, Thụy Sĩ. Nhìn chung, có rất ít các quốc gia thành viên có dòng vốn vào tăng. Cụ thể, 17 quốc gia có FDI giảm trong khi đó vẫn ghi nhận sự gia tăng vốn FDI tại các quốc gia như Pháp, Tây Ban Nha và Thụy Điển trong hai quý đầu năm 2020 – góp phần vực dậy dòng vốn FDI từ Quý II-2020 (Hình 4). Trong khi đó, một bức tranh trái ngược được thể hiện trong Hình 5 đối với dòng vốn FDI chảy từ các nước thành viên đến các quốc gia khác, dòng vốn ra vào hai quý đầu năm 2020 giảm so với cùng kỳ năm trước ở hầu hết các quốc gia. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc thoái vốn đầu tư từ Bỉ và Áo.

**Hình 5: Vốn đầu tư trực tiếp vào các quốc gia Liên minh châu Âu (Tỷ USD)**



**Hình 4: Vốn đầu tư từ các quốc gia EU ra nước ngoài (Tỷ USD)**



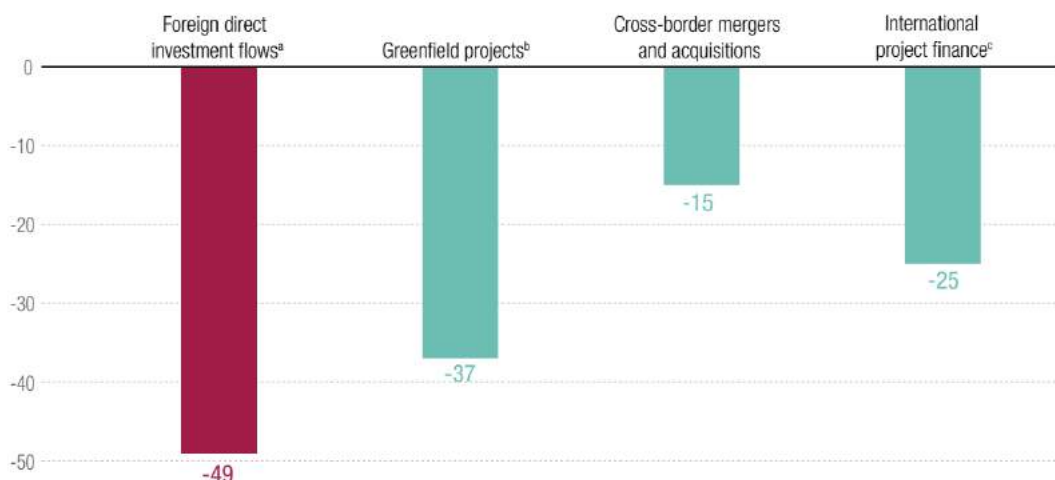
Nguồn: OECD, FDI in figures, October 2020.

Tiếp đến, để có thể có cái nhìn cụ thể về chuyển biến của dòng vốn FDI, chúng ta có thể xem xét những thay đổi trong các hình thức chính của FDI là vốn sở hữu ngoài lợi nhuận tái đầu tư (equity), reinvestment of earnings (lợi nhuận tái đầu tư) và debt instrument (vay nợ). Theo đó, sự vận động của FDI được thể hiện ở hai thành phần chính trong vốn chủ sở hữu là greenfield (hình thức đầu tư mới) và hợp nhất sáp nhập (M&A). Hình 6, cho thấy, hai hình thức đầu tư này đều giảm mạnh so với năm 2019, đặc biệt là hình thức đầu tư mới. Đầu tư mới giảm 37% trong nửa đầu năm 2020 so với cùng kỳ năm trước. Trong khi đó, trong 3 quý đầu năm, các hoạt động hợp nhất sáp nhập cũng giảm 15%.

**Hình 6: Xu hướng đầu tư quốc tế trong ba quý đầu năm 2020**

**International investment trends, first to third quarter of 2020**

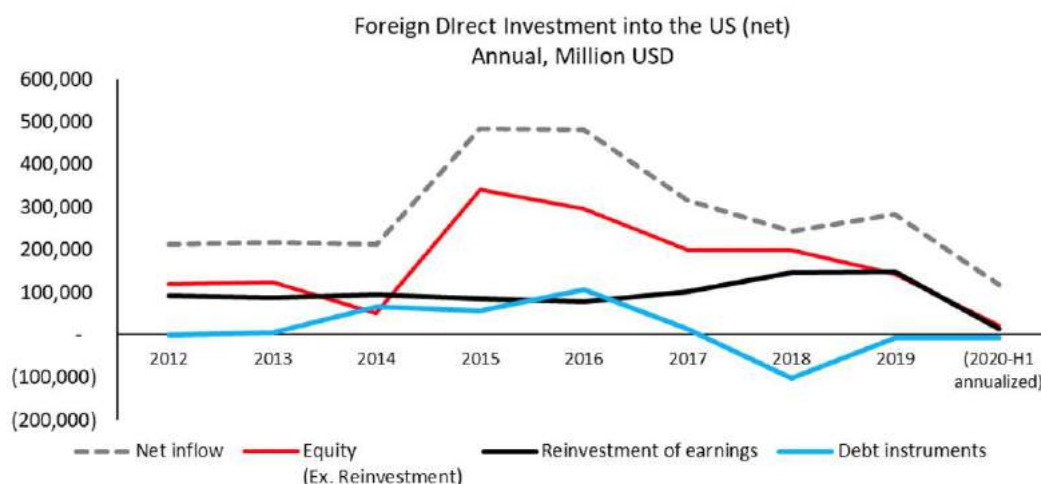
(Percentage change, compared with 2019)



Nguồn: UNCTAD

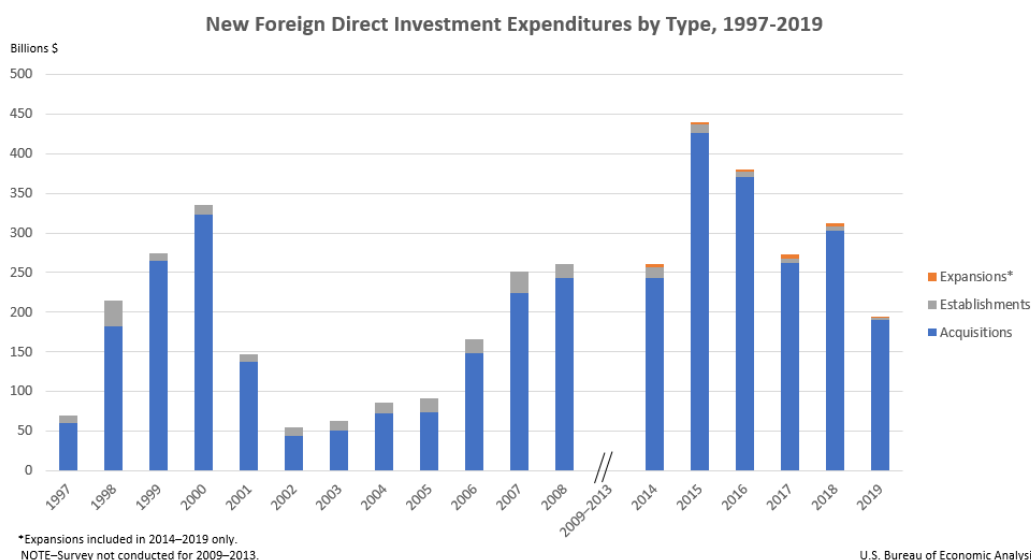
Tại Mỹ, dòng vốn FDI giảm chủ yếu do nguồn vốn chủ sở hữu bị thu hẹp. Xu hướng này đã bắt đầu từ năm 2015, với sự tác động của Covid-19, năm 2020 chứng kiến một sự sụt giảm rõ rệt. Theo đó, giá trị ròng của các giao dịch M&A năm 2019 giảm gần 50% so với năm 2018, đến năm 2020 con số là 41%. Trong khi đó, các dự án đầu tư mới về cả đăng ký và thực hiện năm 2019 đều giảm so với năm 2018.

**Hình 7: Đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Mỹ phân theo hình thức đầu tư, giai đoạn 2012 – 2020 (Triệu USD)**



Nguồn : Simeon Djankov, Eva (Yiwen) Zhang (2020)

**Hình 8: Đầu tư mới vào Mỹ giai đoạn 1997 – 2019 (Tỷ USD)**



\*Expansions included in 2014–2019 only.  
NOTE—Survey not conducted for 2009–2013.

U.S. Bureau of Economic Analysis

Nguồn: BEA

Khác với những cuộc khủng hoảng kinh tế trước đây, khủng hoảng phi kinh tế gây ra bởi đại dịch Covid-19 dẫn đến sự trì trệ và đứt gãy của chuỗi cung ứng toàn cầu, ảnh hưởng lên những “giao điểm” quan trọng nhất trên chuỗi giá trị toàn cầu như Trung Quốc, Mỹ. Bên cạnh đó, các quốc gia đang phát triển khác với sự tham gia ngày càng tích cực và mạnh mẽ vào chuỗi cung ứng cũng chịu nhiều tác động đáng kể. Không những thế, đối với các quốc gia đang phát triển và các nền kinh tế mới nổi, FDI là một trong những nguồn lực góp phần vào hồi phục kinh tế hậu Covid -19. Chính vì thế, việc xem xét hiện trạng dòng vốn đầu tư trực tiếp tại các quốc gia này là cần thiết để xem liệu đại dịch này có làm cho các MNCs đưa ra những quyết định về thay đổi phân bổ địa lý của các chuỗi sản xuất ở nước ngoài hay không.

Như đã đề cập ở trên, dòng vốn chảy vào các nước đang phát triển chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng số FDI toàn cầu. Việc giảm đáng kể nguồn vốn tại khu vực này nhờ vào việc dòng vốn vào Trung Quốc đã hồi phục trở lại cùng với sự thu hút vốn thành công từ Ấn Độ. Mặc dù vào giai đoạn đầu của dịch Covid, sự trì trệ hoàn toàn của hệ thống cung ứng toàn cầu xuất phát từ tình hình dịch nghiêm trọng tại Trung Quốc, mất xích quan trọng nhất trong chuỗi cung ứng, nơi gia công hàng đầu của thế giới dẫn đến các công ty đa quốc gia có khuynh hướng rút vốn dần ra khỏi thị trường này nhằm giảm sự phụ thuộc cũng như rút gọn chuỗi cung ứng, FDI vào Trung Quốc vẫn tăng 4% trong năm 2020, dù chỉ là một mức tăng nhẹ nhưng cũng chứng minh được sự thành công của Trung Quốc trong việc phòng chống dịch cũng như chính sách ổn định đầu tư hay các chương trình hỗ trợ nhằm níu giữ các nhà đầu tư nước ngoài sau giai đoạn phong tỏa. Bên cạnh Trung Quốc, Ấn Độ cũng ghi nhận sự gia tăng 13% về dòng vốn FDI, chủ yếu tập trung vào kinh tế số thông qua các giao dịch thu mua.

Trong khi đó, Đông Nam Á là nơi có dòng vốn FDI giảm nhiều nhất trong nhóm các nước đang phát triển ở châu Á, với mức giảm lên đến 31%. Điều này đến từ việc dòng vốn FDI giảm ở hầu hết các quốc gia trong khu vực này. Tuy vậy, vai trò đầu tàu trong thu hút FDI ở khu vực này vẫn không thay đổi. Điều này được chứng minh thông qua việc các dự án đầu tư mới chỉ giảm ở mức 14%, thấp hơn nhiều so với các nhóm nước khác. Các nước Đông Nam Á, trong năm 2020, đã thu hút về 70 tỷ USD các dự đầu tư mới, là nơi nhận được nhiều dòng vốn này nhất trong nhóm các nước đang phát triển.

Từ những phân tích trên có thể thấy, dịch Covid đã gây ra những biến động rõ nét đến dòng vốn FDI. Liệu Covid có phải là nguyên nhân duy nhất dẫn đến sự dịch chuyển này hay chỉ là chất xúc tác cho những thay đổi đã diễn ra từ trước đây. Để trả lời nghi vấn này, chúng ta cần xem lại những sự kiện kinh tế - chính trị những năm trở lại đây để có câu trả lời xác đáng. Khi quan sát lại hình 1, trong một vài năm trở lại đây, dòng vốn FDI đã có giai đoạn suy giảm mạnh, có khi bão hòa trước khi đối mặt với dịch Covid-19. Điều này cho thấy, dòng

vốn đã có sự dịch chuyển từ trước xuất phát từ nhiều nguyên nhân. Trước khi chạm đáy vào năm 2020, dòng vốn FDI toàn cầu đã giảm sâu vào năm 2018, gần chạm mốc của cuộc khủng hoảng tài chính. Lý do xuất phát từ những thay đổi chính sách thuế của Trump liên quan đến đầu tư làm cho lượng vốn vào quốc gia này giảm rõ rệt. Dòng vốn đầu tư từ các doanh nghiệp Mỹ cũng “quay đầu” về nước dẫn đến việc lần đầu tiên trong lịch sử, dòng vốn ra của Mỹ là một số âm. Song song với hành động này của các công ty Mỹ là sự giảm mạnh trong dòng vốn vào của các nước châu Âu, vì đây là những điểm đến đầu tư của các công ty này. Ngoài ra, cũng không thể không nhắc đến những căng thẳng trong mối quan hệ Mỹ - Trung dẫn đến những trừng phạt bắt đầu từ tháng 8-2018 hay kịch bản về Brexit đã gây ra những xáo trộn trong dòng vốn FDI toàn cầu.

Bên cạnh đó, yếu tố quan trọng nhất cần được đề cập đó là độ mở thương mại toàn cầu đã có dấu hiệu chậm lại trong những năm trở lại đây. Thật vậy, thế giới đã đạt đỉnh toàn cầu hóa vào năm 2008 với tốc độ hội nhập kinh tế tăng chưa từng thấy. Cùng với sự phát triển của vận tải quốc tế, sự hoàn thiện của hệ thống thông tin và công nghệ đã góp phần hình thành nên chuỗi giá trị toàn cầu. Tăng trưởng toàn cầu tăng và tỷ lệ nghèo đói giảm xuống rõ ràng. Tuy nhiên, dấu hiệu suy giảm của toàn cầu hóa được thể hiện qua chính sách của các quốc gia như Mỹ hay Trung Quốc. Cụ thể, dưới thời của tổng thống Donald Trump, nước Mỹ đã đi theo chính sách “America first”. Điều này thể hiện rõ nhất ở việc Mỹ đã rút khỏi hiệp định TPP ngay khi Donald Trump đắc cử, nước Mỹ dần quay về chế độ bảo hộ với những chính sách thuế, rào cản thương mại nhằm bảo vệ an ninh quốc gia và nền kinh tế trong nước, điển hình đó là cuộc thương chiến Mỹ-Trung như đã đề cập trước đó.

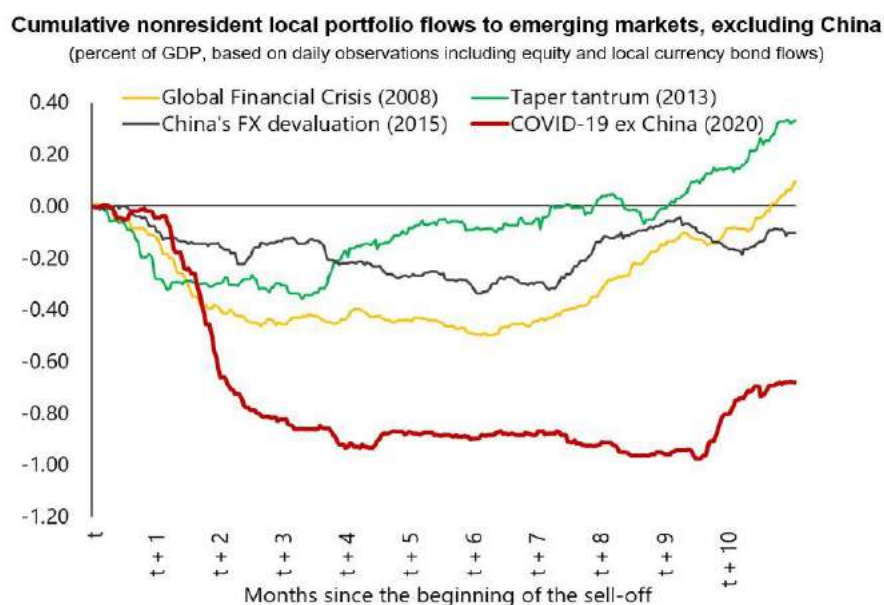
Trước những căng thẳng của thương chiến, Trung Quốc cũng đưa ra kế hoạch 5 năm trong đó đáng chú ý nhất là chính sách “tuần hoàn kép” nhằm chống lại những đáp trả của Mỹ. Trung Quốc muốn tăng trưởng trong tương lai dựa vào sản xuất, tiêu dùng, phân phối hàng hóa và dịch vụ nội địa. Thực chất, trước những khuynh hướng bảo hộ hiện tại, Trung Quốc đã dần giảm bớt phụ thuộc vào xuất khẩu từ nhiều năm nay. Số liệu cho thấy tỷ trọng xuất khẩu trong GDP đã giảm từ 31% năm 2008 xuống còn 17% năm 2019. Trung Quốc vẫn là một quốc gia xuất khẩu lớn trên thế giới, chính sách “tuần hoàn kép” không có nghĩa sẽ quay lưng lại với thương mại toàn cầu mà là hướng đến sự định hình lại của chuỗi cung ứng. Bởi lẽ, hơn ai hết, Trung Quốc hiểu rõ những lợi ích của toàn cầu hóa những cũng biết chắc được những rủi ro đáng gờm của sự đứt gãy các kết nối thương mại (deglobalization).

Từ những phân tích trên có thể thấy, trước khi có bị tác động bởi đại dịch Covid-19, đã có rất nhiều yếu tố dẫn đến sự suy giảm của xu hướng toàn cầu hóa và Covid-19 chỉ là chất xúc tác cho quá trình này diễn ra nhanh hơn với sự dịch chuyển dòng vốn FDI và

tái cơ cấu chuỗi cung ứng, chuỗi giá trị toàn cầu. Theo đó, có 4 xu hướng chính để định hình chuỗi cung ứng bao gồm: rút ngắn chuỗi (reshoring); đa dạng chuỗi (diversification); khu vực hóa chuỗi (regionalization); và nhân rộng chuỗi (replication). Trong tình hình hiện nay, các công ty đa quốc gia có thể sẽ rút ngắn chuỗi giá trị để bảo vệ mình khỏi sự sụp đổ của chuỗi cung ứng. Bên cạnh đó, họ có thể đa dạng hóa khu vực địa lý nhằm giảm các cú sốc tại một số khu vực cụ thể, từ đó giảm chi phí để có thể đối phó với các cuộc khủng hoảng.

Đầu tư danh mục là một loại tài sản dễ biến động. Vì vậy, cũng tương tự như dòng vốn FDI, dòng vốn gián tiếp đã phản ứng rất nhanh với cú sốc gây ra bởi đại dịch Covid.

### Hình 9: Dòng vốn đầu tư gián tiếp vào các thị trường mới nổi, ngoại trừ Trung Quốc



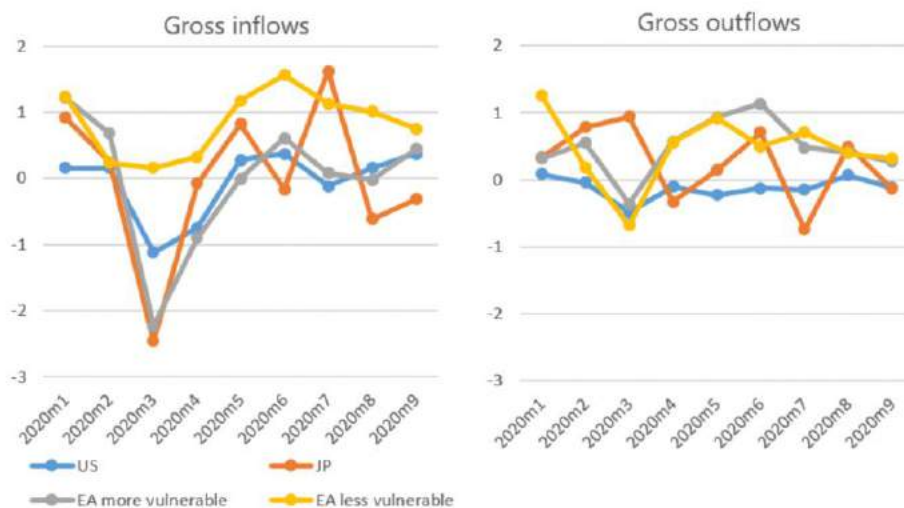
Nguồn: Annamaria de Crescenzo et al (2020)

Hình 9 sử dụng số liệu từ viện tài chính quốc tế IIF đã cho thấy trong năm 2020, đặc biệt vào giai đoạn tháng 3, 4, thời kỳ dịch Covid lên đến đỉnh điểm, dẫn đến sự phong tỏa ở hàng loạt các quốc gia, số lượng ca nhiễm và tử vong tăng lên hàng giờ, nhiều quốc gia rơi vào tình trạng mất kiểm soát, dòng vốn đầu tư gián tiếp tháo chạy khỏi các quốc gia mới nổi và đang phát triển. Điều khác biệt trong chuyển động của dòng vốn trong năm 2020 là quy mô và tốc độ của sự thoái vốn. Có thể thấy, sự dừng đột ngột của dòng vốn diễn ra nhanh và trầm trọng hơn so với các sự kiện trong những năm gần đây như khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, Taper tantrum năm 2013 hay việc bán tháo trên thị trường chứng khoán Trung Quốc năm 2015 – hơn 100 tỷ USD đã được rút khỏi các quốc gia này chỉ sau hơn 2 tháng kể từ đại dịch. Đầu tư danh mục giữa tại những nước phát triển cũng

cho thấy cùng một xu hướng. Dữ liệu từ OECD cho 9 tháng đầu năm 2020 minh họa cho sự sụt giảm của cả dòng vốn vào và ra tại Mỹ, Nhật Bản và các nước châu Âu. Có thể thấy, tại Mỹ, dòng vốn dù giảm nhưng ít hơn so với các nước cùng được quan sát. Bên cạnh đó, dòng vốn đầu tư gián tiếp ra nước ngoài từ Mỹ cũng ít biến động hơn. Mặc dù, các khoản đầu tư danh mục rất “nhạy cảm” và mức độ giảm sâu hơn nhưng nó cũng mau chóng phục hồi hơn so với dòng vốn FDI trước những điều chỉnh của ngân hàng trung ương hay các chính sách, gói cứu trợ từ chính phủ.

**Hình 10: Dòng vốn đầu tư gián tiếp 9 tháng đầu năm 2020 tại một số nước phát triển**

Monthly portfolio flows in and out of selected advanced economies exhibited a high degree of volatility.  
(percent of 2019 GDP)



Nguồn: Annamaria de Crescenzo et al (2020)

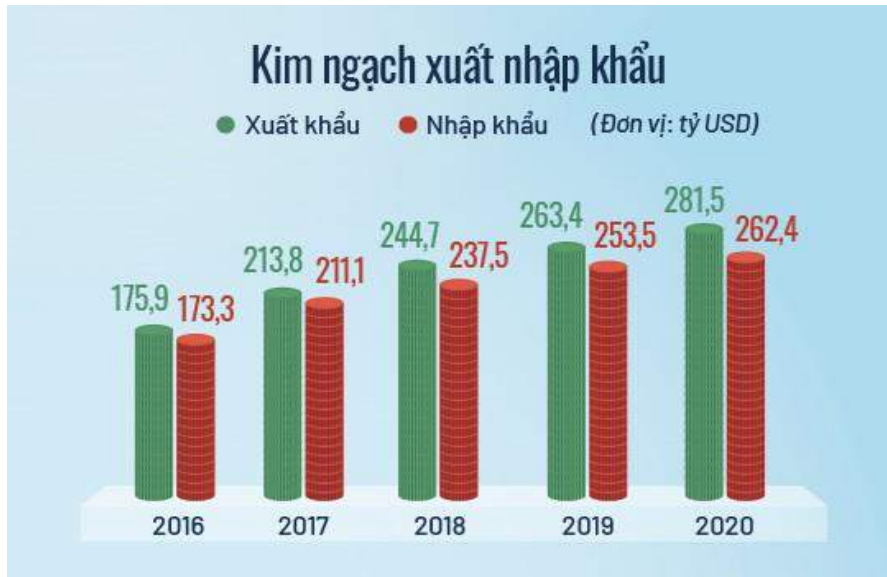
### 3. Thách thức và cơ hội cho Việt Nam

Việc tập trung phân tích Mỹ, Trung Quốc và các quốc gia châu Âu đều có lý do của nó khi đây đều là những đối tác thương mại lớn của Việt Nam, góp phần quan trọng trong việc phát triển, duy trì hoạt động trên chuỗi giá trị toàn cầu cũng như phát triển kinh tế. Chính vì thế, những thay đổi tại các quốc gia này chắc chắn sẽ có tác động ít nhiều đến nền kinh tế Việt Nam

Trong bức tranh âm ảm của nền kinh tế toàn cầu, Việt Nam nổi lên như một quốc gia vừa kiểm soát dịch tốt vừa có tăng trưởng dương trong năm 2020. Chính điều này đã góp phần giúp Việt Nam trở thành một điểm đến hấp dẫn với các nhà đầu tư. Tuy nhiên,

có thật sự các dòng vốn đang dịch chuyển về Việt Nam, cũng như liệu Việt Nam có tận dụng được thời điểm vàng này để bứt phá trên bản đồ kinh tế thế giới hay không.

**Hình 11: Kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam trong 5 năm vừa qua**



*Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam*

Trong những năm gần đây, sự tham gia tích cực vào chuỗi cung ứng toàn cầu đã góp phần giúp tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam có bước tiến đáng kể. Kim ngạch xuất nhập khẩu tăng đều qua các năm và góp phần quan trọng vào tăng trưởng GDP của Việt Nam. Bên cạnh đó, số liệu từ GSO cho thấy, lượng vốn FDI vào Việt Nam liên tục tăng trong những năm gần đây, nhất là sau khi gia nhập vào WTO. FDI đóng một vai trò vô cùng quan trọng và chủ chốt trong xuất nhập khẩu của Việt Nam. Ví dụ như ngành công nghiệp chế tạo là một động lực của nền kinh tế Việt Nam, đóng góp đến hơn 70% tổng kim ngạch xuất khẩu nhưng gần 90% xuất khẩu trong ngành này đến từ các doanh nghiệp FDI. Chỉ một minh chứng đơn giản này có thể thấy được sự cần thiết của FDI đối với nền kinh tế Việt Nam. Tính riêng trong năm 2020, doanh nghiệp đầu tư nước ngoài chiếm 72,3% kim ngạch xuất khẩu và 64,3% kim ngạch nhập khẩu của cả nước.<sup>2</sup> Biểu đồ dưới đây cho thấy, cũng tương tự như xu hướng chung của thế giới, dòng vốn FDI vào Việt Nam năm qua đã giảm khoảng 20% so với năm 2019. Tuy nhiên, so với các quốc gia khác như Singapore (37%), Indonesia (24%), Thailand (50%), Malaysia (68%)<sup>3</sup>, có thể

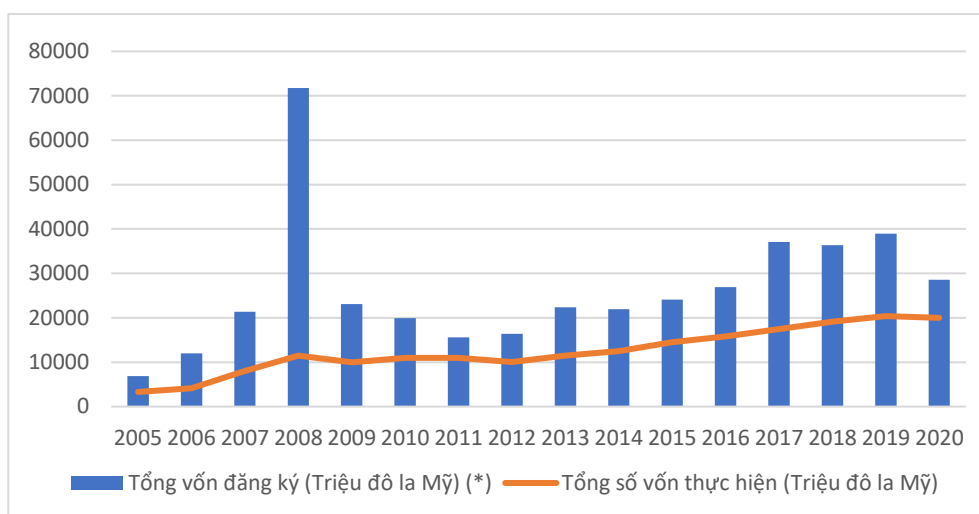
<sup>2</sup> Công thông tin Bộ Kế hoạch và Đầu tư.

<sup>3</sup> Global Investment Trend Monitor, No. 38, UNCTAD.



thấy, những nỗ lực của chúng ta trong phòng chống dịch và các biện pháp ổn định tâm lý nhà đầu tư đã phần nào phát huy hiệu quả.

**Hình 12: Dòng vốn FDI đăng ký và thực hiện tại Việt nam từ năm 2005 – 2020**



Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Tổng cục Thống kê

Dưới tác động của dịch Covid-19 cũng như thương chiến Mỹ - Trung, đã có nhiều nhận định cho rằng Việt Nam sẽ được hưởng lợi từ việc dòng vốn dịch chuyển ra khỏi Trung Quốc và chuyển đến các quốc gia khác như Việt Nam hay Bangladesh, nhất là các ông lớn về công nghệ hay các ngành thâm dụng lao động. Tuy vậy, thực tế cho thấy nhiều tập đoàn hàng đầu thế giới vẫn chưa sẵn sàng dịch chuyển ra khỏi Trung Quốc. Hơn 70% doanh nghiệp Mỹ tại Trung Quốc chưa có kế hoạch rút khỏi thị trường này nhưng vẫn đang trong quá trình tìm kiếm các thị trường khác để tránh sự phụ thuộc vào Trung Quốc.

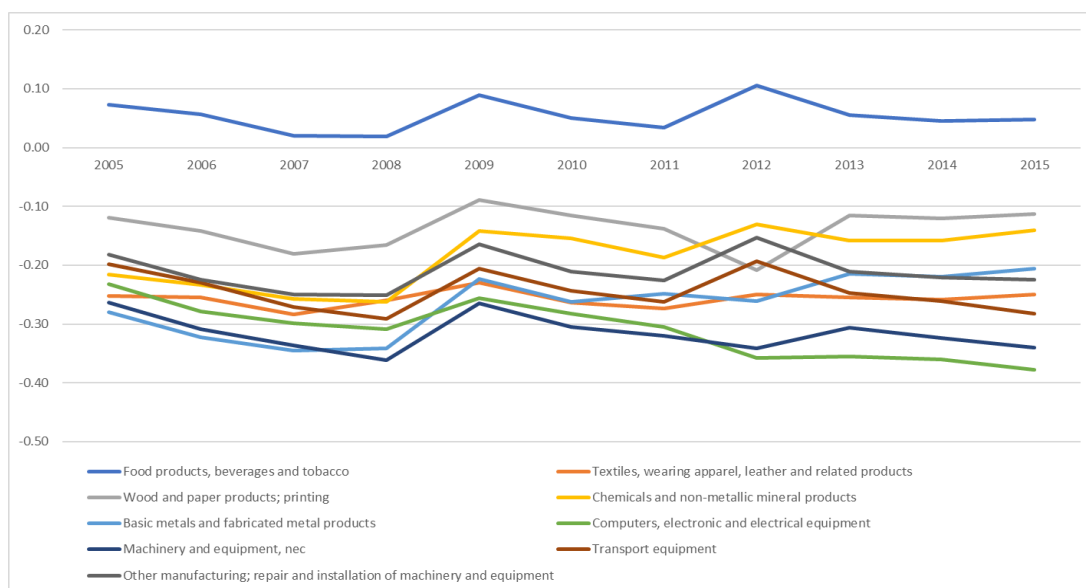
Điều này cho thấy, vẫn còn một khoảng thời gian nữa để Việt Nam có thể chuẩn bị kỹ càng hơn trong việc đón đầu cũng như tận dụng được những cơ hội từ nguồn vốn FDI. Tại sao phải cần chuẩn bị kỹ hơn bởi lẽ hiện nay, nếu quan sát vào chuỗi giá trị toàn cầu (GVCs), sẽ thấy mặc dù phần lớn các ngành của nước ta đều tham gia tích cực vào chuỗi giá trị nhưng chỉ tập trung ở *downstream*. Nghĩa là các công ty vẫn chủ yếu phải nhập nguyên liệu đầu vào và bán thành phẩm từ các quốc gia khác để sản xuất hàng hóa xuất khẩu.

Hình 13<sup>4</sup> cho thấy 3 ngành quan trọng nhất trong xuất khẩu của Việt nam là: thiết bị vận tải, thiết bị điện tử và máy tính, máy móc và thiết bị đều giảm dần vị trí của nó trên chuỗi giá trị. Mặc cho sự tham gia mạnh mẽ vào GVCs, tỷ trọng giá trị gia tăng của sản

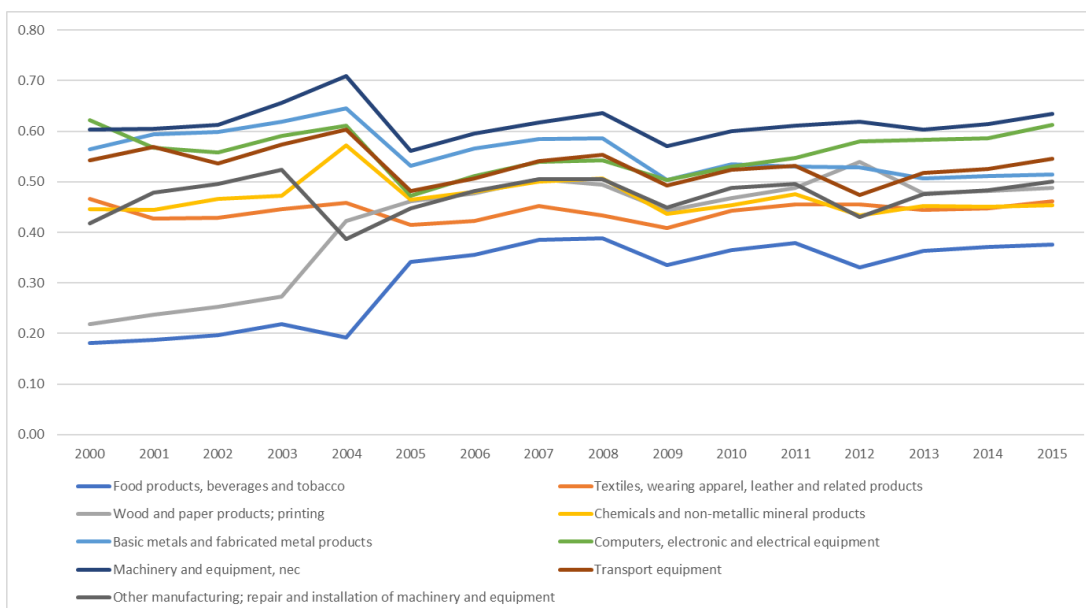
<sup>4</sup> Vị trí trên chuỗi giá trị toàn cầu của một ngành sẽ được tính theo công thức của Koopman et al. (2011)  $GVCposi = Ln(1 + IVA_{jt}) - Ln(1 + FVA_{jt})$ . Trong đó, IVA là indirect value added và FVA là foreign value added share of gross export. Số liệu từ TiVA chỉ sẵn có đến năm 2015 đối với Việt Nam.

phẩm nước ngoài trong tổng xuất khẩu vẫn cao hơn so với giá trị gia tăng từ hàng hóa nội địa (Hình 14). Khi so sánh với các quốc gia khác trong ASEAN, APEC hay Thái Lan, giá trị gia tăng nội địa của Việt Nam tại các ngành chủ lực là thấp (Hình 15).

**Hình 13: Vị trí trên chuỗi giá trị toàn cầu của 9 ngành công nghiệp sản xuất của Việt Nam**

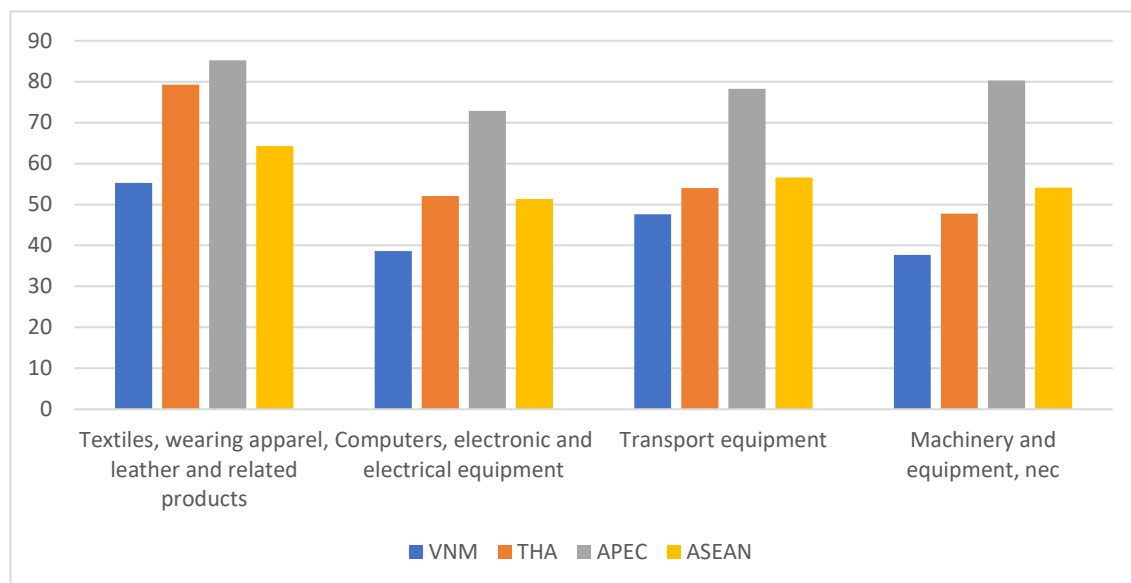


**Hình 14: Tỷ trọng giá trị gia tăng của nước ngoài trong tổng xuất khẩu (% - FVA) của chín lĩnh vực sản xuất của Việt Nam**



*Nguồn: Tính toán của tác giả dựa trên số liệu từ OECD TiVA.*

**Hình 15: Giá trị gia tăng nội địa của một số ngành công nghiệp sản xuất chủ lực của Việt Nam năm 2016**



*Nguồn: Tác giả tổng hợp từ GSO*

Từ những hiện trạng của dòng vốn FDI và năng lực tham gia trên chuỗi giá trị, Việt Nam cần phải nỗ lực hơn nữa để cải thiện ngành công nghiệp hỗ trợ trong nước, nâng cao năng lực của các doanh nghiệp sản xuất bán thành phẩm nhằm có thể cạnh tranh với các doanh nghiệp nước ngoài, trở thành nhà cung cấp cho các doanh nghiệp FDI. Bên cạnh đó, cũng cần phải đảm bảo các yêu cầu về lao động và môi trường để tránh trường hợp mới đây xảy ra tại Trung Quốc khi hàng loạt các nhãn hiệu may mặc nổi tiếng đồng loạt tuyên bố không sử dụng bông tại Tân Cương.

Dẫu vậy, vẫn có những tín hiệu tích cực đối với việc thu hút FDI của Việt Nam. Theo khảo sát về chất lượng môi trường kinh doanh của The Economist intelligent unit, Việt Nam đang có những điểm số cạnh tranh hơn so với Trung Quốc về chính sách thu hút FDI, kiểm soát ngoại hối cũng như thị trường lao động. Việc định hình lại chuỗi cung ứng cũng đến từ nguyên nhân chi phí nhân công tăng lên ở một số quốc gia như Trung Quốc, nhưng các chuỗi sản xuất vẫn có xu hướng chuyển về các nước đang phát triển khác thay vì các nước phát triển. Do đó, việc rút ngắn chuỗi cung ứng hậu Covid sẽ tăng lên nhưng những hấp dẫn từ hoạt động gia công vẫn thu hút các MNCs. Việt Nam có chi phí lao động vẫn rất cạnh tranh so với các quốc gia khác trong khu vực nhưng để có thể gia tăng vị thế của mình trên chuỗi giá trị, chúng ta không nên chỉ tập trung vào nguồn nhân công giá rẻ mà còn cần phát huy đội ngũ lao động lành nghề để có thể thực hiện được những khâu quan trọng mang lại nhiều giá trị gia tăng hơn.

#### 4. Kết luận

Bài phân tích đã phần nào cho thấy được sự sụt giảm của cả dòng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp ở hầu hết các quốc gia trên thế giới dưới tác động của đại dịch Covid-19 cũng như xu hướng trong tương lai gần khi đại dịch vẫn rất khó lường trước. Đồng thời cũng chứng minh được xu hướng dịch chuyển này không chỉ mới bắt đầu khi đại dịch xảy ra mà đã manh nha và diễn ra từ những năm trước đó dưới tác động của các yếu tố khác nhau như chính sách của các cường quốc Mỹ, Trung hay sự giảm độ mở thương mại toàn cầu, v.v.... Bên cạnh đó, chuỗi cung ứng toàn cầu cũng đã có những thay đổi nhằm thích ứng với tính chất khác thường của cuộc khủng hoảng gây ra bởi Covid-19. Là một mắt xích ngày càng phát triển trên chuỗi giá trị toàn cầu, bên cạnh những cơ hội trong đón đầu những nguồn vốn mới, những thách thức mà Việt Nam phải đối mặt cũng không hề dễ dàng, trong đó, quan trọng nhất là việc xây dựng một ngành công nghiệp hỗ trợ vững chắc để có thể phát huy được hết năng lực cạnh tranh của chúng ta và gia tăng giá trị trên chuỗi giá trị toàn cầu.

#### Tài liệu tham khảo

- Annamaria de Crescenzo et al (2020). *Global policy responses to capital flow volatility*. OECD on the level, truy cập tại <https://oecdonthellevel.com/2020/12/23/global-policy-responses-to-capital-flow-volatility/>
- Douglas A. Irwin (23/04/2020). *The pandemic adds momentum to the deglobalization trend*. Peterson institution for international economics, truy cập tại <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/pandemic-adds-momentum-deglobalization-trend>
- IMF (2020). *Emerging Market Capital Flows under COVID: What to Expect Given What We Know*. Special Series on COVID-19.
- IIF (2020). *IIF Capital Flows Tracker – February 2021 Scaling Down*.
- OECD (2008). *OECD Benchmark definition of foreign direct investment 4<sup>th</sup>*. Paris. France
- OECD (2020). *COVID-19 and Global Capital Flows*. Paris. France.
- Simeon Djankov, Eva (Yiwen) Zhang (2020). *The recent fall in FDI flows to the US*. VOX<sup>EU</sup>CEPR truy cập tại <https://voxeu.org/article/recent-fall-fdi-flows-us>
- The Economist Intelligent unit (2021). *Rising star: Vietnam's role in Asia's shifting supply chains*. London. United Kingdom.
- UNCTAD (2020a). *Impact of the Covid-19 pandemic on Trade and development*. New York.
- UNCTAD (2020b). *Investment trends monitor N<sup>o</sup>38*. New York. United States.
- UNCTAD (2020c). *World investment report*. New York. United States.
- World Bank (2021). *Uneven recovery*. Washington, DC. United States.

## 34.

# THAY ĐỔI LỚN TRONG DÒNG VỐN ĐẦU TƯ QUỐC TẾ VÀ THÁCH THỨC MỚI VỀ THU HÚT VỐN ĐẦU TƯ DỰA VÀO GIÁ LAO ĐỘNG RẺ CỦA VIỆT NAM

Nguyễn Hữu Lộc\*

### Tóm tắt

Bài viết dùng Phương pháp Thống kê mô tả, Tiếp cận Dunning và nguồn số liệu thứ cấp OECD-ilibrary, phân tích sự thay đổi về chất của các dòng vốn đầu tư quốc tế (FDI) dịch chuyển vào Việt Nam. Kết quả tìm thấy, dòng vốn từ Mỹ có hàm lượng chi tiêu R&D cao hơn vốn đầu tư của Nhật, Hàn Quốc, Đài Loan và Singapore. Một khác biệt rõ giữa nguồn nhân lực có hàm lượng tri thức cao, thể hiện qua số năm giáo dục trung bình của Mỹ so với các dòng vốn FDI lớn vào Việt Nam, đặc biệt là Đài Loan và Singapore, tăng cường xác định các kết quả tìm thấy trước đây của Balwin về nghịch lý Leontiev. Thay đổi này chỉ ra thách thức mới về lợi thế cung lao động giá rẻ của Việt Nam trong thu hút FDI. Khuyến nghị chính sách tập trung vào việc đẩy mạnh các hỗ trợ làm thay đổi cung nhân lực Việt Nam có hàm lượng tri thức tăng dần, tương thích với đặc trưng về chất của dòng vốn đầu tư từ Mỹ và Tây Âu.

**Từ khóa:** Tổng chi tiêu R&D, thị trường mới nổi quy mô lớn, sáng tạo nguồn, khuếch tán công nghệ, tiếp cận L-L-L.

Sau hơn 32 năm thu hút vốn FDI, tính lũy kế đến hết 20-2-2021 Việt Nam có 31.345 dự án còn hiệu lực với tổng vốn đăng ký 369,4 tỷ USD. Vốn thực hiện lũy kế đạt 214,23 tỷ USD, bằng 58% tổng vốn đầu tư đăng ký còn hiệu lực (Bộ Kế hoạch - Đầu tư, 2021). Một đặc trưng đáng chú ý là vốn FDI vào Việt Nam phân lớn từ các nền kinh tế phát triển châu Á với top 5 là Singapore, Hàn Quốc, Nhật Bản, Đài Loan và Hồng Kông mà không là các quốc gia phát triển hàng đầu thế giới, đặc biệt là Mỹ. 2 tháng đầu năm 2021, Singapore là nhà đầu tư lớn nhất với hơn 4,1 tỷ USD, chiếm hơn 80% tổng vốn quốc tế trong kỳ. Trong năm 2020, Singapore dẫn đầu với tổng vốn đầu tư gần 9 tỷ USD, chiếm 31,5% tổng vốn đầu tư vào Việt Nam. Hàn Quốc thứ 2 với 3,9 tỷ USD, chiếm 13,8% tổng vốn đầu tư cả năm 2020. Nhật Bản, Đài Loan, Hồng Kông, Trung Quốc là các nhà đầu tư

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [huuloc@ueh.edu.vn](mailto:huuloc@ueh.edu.vn)

lớn tiếp theo. Xét ngắn hạn, trong 2 năm 2019 và 2020, dòng vốn FDI vào Việt Nam dẫn đầu vẫn là Singapore và Hàn Quốc với tổng vốn lần lượt 13,50 tỷ USD và 11,82 tỷ USD chiếm tương ứng 20,3% và 17,8% tổng vốn FDI vào Việt Nam.<sup>2</sup>

Trong dài hạn, tính đến tháng 10-2020, Hàn Quốc có khoảng 8.900 dự án còn hiệu lực với tổng vốn đầu tư đăng ký 70,4 tỷ USD, đứng thứ nhất về tổng vốn FDI và tổng số dự án đầu tư tại Việt Nam. Tính lũy kế đến cuối năm 2019, Nhật Bản đứng thứ 2 với tổng vốn đăng ký 59,3 tỷ USD, chiếm 16,7% tổng vốn vào Việt Nam và trong 9 tháng đầu năm 2020, nền kinh tế này xếp vị trí thứ tư, (Bộ Công Thương, 2021). Riêng Đài Loan, từ 1988 đến tháng 11-2019, vốn đầu tư lũy kế vào Việt Nam 32,25 tỷ USD, tương đương 8,9% tổng số, là top 5 nguồn vốn đầu tư vào Việt Nam. 20 năm gần đây (Bảng 1), Việt Nam nhận tổng vốn FDI 59 tỷ USD từ Hàn Quốc; 49,8 tỷ USD từ Nhật Bản; 42,9 tỷ USD của Singapore và 30,8 tỷ USD từ Đài Loan. Dù Hiệp định Thương mại Việt -Mỹ, BTA có hiệu lực từ tháng 12-2001, nhưng trong 2 thập niên nói trên Việt Nam chỉ thu hút khiêm tốn ở mức 9,9 tỷ USD vốn FDI từ Mỹ. Về giá trị lũy kế, vốn từ các nhà đầu tư châu Á cao hơn 18 lần vốn từ Mỹ vào Việt Nam cùng giai đoạn.

**Bảng 1: So sánh vốn FDI Mỹ vào Việt Nam so với Nhật và các nước châu Á giai đoạn 1998-2018 (Đơn vị tính: tỷ USD)**

Quốc gia	Hàn Quốc	Nhật	Singapore	Đài Loan	Tổng	Mỹ
Vốn FDI	59,0	49,8	42,9	30,5	182,2	9,9
Tỷ lệ so với Hoa Kỳ	5,96 lần	5,03 lần	4,33 lần	3,08 lần	18,4 lần	

*Nguồn: www.mpi.gov.vn/Pages/default.aspx và tính toán của tác giả*

Một câu hỏi đầu tiên xuất hiện: Tại sao cho đến nay, Việt Nam chỉ thu hút vốn đầu tư chủ yếu từ châu Á, tập trung vào Singapore, Hàn Quốc, Nhật và Đài Loan, không phải từ dòng vốn đầu tư quốc tế của các nền kinh tế phát triển Tây Âu và Mỹ?

Thập niên 2010-2020 có sự thay đổi lớn dần về chất trong dòng vốn FDI, trong đó không phải lợi thế so sánh về lao động rẻ hay nguồn vốn đầu tư dồi dào mà là hàm lượng tri thức, dưới tác động của các bước tiến của cách mạng 4.0, đóng vai trò ngày càng tăng trong việc thu hút đầu tư quốc tế. Đây là thách thức cho Quy luật lợi thế so sánh và Lý thuyết đầu tư quốc tế truyền thống, phổ quát trong các thập niên 1990s và 2000s. Đối với mục tiêu tăng trưởng kinh tế bền vững và trở thành nước phát triển có thu nhập cao vào năm 2045, về ngoại lực cần phải thay đổi trọng tâm và hướng mạnh hơn vào việc thu hút dòng vốn từ các quốc gia phát triển hàng đầu thế giới về kinh tế tri thức như Đức, Anh Quốc và Mỹ.

<sup>2</sup> Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, 2021, và tính toán của tác giả.

Chủ động thay đổi sự chuyển dịch dòng vốn FDI mạnh sang Mỹ và một số quốc gia Tây Âu còn dẫn đến đa dạng hóa và nâng cao chất lượng dòng vốn quốc tế vào Việt Nam, tạo nhiều hoạt động mang lại giá trị gia tăng, tăng chuyển giao công nghệ cho khu vực kinh tế tư nhân trong nước<sup>3</sup>. Có 2 câu hỏi liên quan đến mục tiêu trên: (i) Ở góc độ về hàm lượng tri thức, dòng vốn FDI từ Hoa Kỳ có khác biệt gì so với từ Nhật, Singapore, Hàn Quốc và Đài Loan không? (ii) Chính sách thu hút vốn FDI trong hơn 30 năm hội nhập kinh tế có còn phù hợp với các biến động mới về sự dịch chuyển vốn FDI trong thập niên 2020 và những năm tiếp theo hay không?

Trả lời 3 câu hỏi trên cần phân tích các đặc trưng khác biệt của dòng FDI của Hoa Kỳ so với các nền kinh tế phát triển châu Á đang đầu tư vào Việt Nam và lợi thế vị trí chuyên biệt của nền kinh tế Việt Nam. Giới hạn phân tích tiếp theo sẽ tập trung so sánh dòng FDI từ Mỹ với Nhật, Hàn Quốc, Đài Loan và Singapore trong 2 thập niên vừa qua.

### **Thay đổi trong dòng vốn FDI trong thập niên 2010-2020 tạo thách thức đối với Lý thuyết đầu tư quốc tế truyền thống.**

Lý thuyết Tân cổ điển về sự chuyển dịch vốn FDI (Salvatore, D. 2019), cho rằng dòng vốn đầu tư tài chính quốc tế và đầu tư trực tiếp có khuynh hướng dịch chuyển từ các quốc gia phát triển, có lãi suất thấp sang các quốc gia khan hiếm vốn và có lãi suất cao. Tiếp cận O-L-I, (Dunning, 1997) nhấn mạnh vai trò của lợi thế sở hữu về vốn đầu tư dư thừa, công nghệ - quản trị chiến lược của quốc gia đầu tư cùng với lợi thế so sánh về cung lao động rẻ, tài nguyên thiên nhiên dồi dào, chính sách thuận lợi hóa đầu tư của nước chủ nhà là những nhân tố chính quyết định sự chuyển dịch vốn FDI.

Dòng vốn FDI sẽ vào một nước khi có 3 điều kiện sau đây được đáp ứng:

1. Các doanh nghiệp đầu tư quốc tế phải có lợi thế sở hữu so với các doanh nghiệp khác. Lợi thế sở hữu gồm những tài sản hữu hình hay vô hình, công nghệ sẵn có của doanh nghiệp cho phép cạnh tranh với các đối thủ ở thị trường quốc tế. Lợi thế sở hữu giúp doanh nghiệp có thể hướng nguồn vốn đầu tư vào sản phẩm độc quyền (AT&T, Microsoft, Netflix, Facebook) hay về hướng khai thác lợi thế kinh tế nhờ quy mô (Matsushita, Toyota).
2. Doanh nghiệp đầu tư quốc tế còn phải có lợi thế nội bộ hóa các lợi thế sở hữu trên đây nhờ khả năng thực hiện đầu tư trực tiếp ra thị trường nước ngoài, phương thức này mang nhiều lợi nhuận hơn là xuất nhập khẩu thuần túy hay cấp phép nhượng quyền.

---

<sup>3</sup> Dự thảo Chiến lược và Định hướng chiến lược thu hút vốn đầu tư quốc tế thế hệ mới giai đoạn 2018 – 2030

3. Nước nhận đầu tư phải có lợi thế vị trí chuyên biệt. Lợi thế vị trí chuyên biệt gồm khả năng cạnh tranh các nhân tố thuận lợi hóa đầu tư quốc tế của nước chủ nhà hơn các nước trong khu vực và trên thế giới, (Dunning, 2006).

Ở góc độ lợi thế sở hữu, có một khác biệt giữa dòng vốn FDI của Mỹ và dòng vốn đầu tư từ Nhật Bản. Kojima (1984) đưa ra “Phương pháp tiếp cận kinh tế vĩ mô về vốn FDI” bằng việc cung bằng chứng khác biệt rõ rệt về việc thúc đẩy thương mại giữa dòng đầu tư ra nước ngoài của Nhật Bản và Mỹ. Khác với đầu tư thúc đẩy thương mại hiện nay, đầu tư ra nước ngoài ban đầu của Nhật chỉ nhằm khai thác tài nguyên hoặc sản xuất sản phẩm thâm dụng lao động ở các quốc gia đang phát triển có cung lao động dồi dào. Hầu hết sản phẩm thuộc dạng khai thác tài nguyên được chuyển về Nhật Bản, còn sản phẩm thâm dụng lao động được xuất khẩu sang thị trường nước thứ 3. Ngược lại, vốn FDI của Hoa Kỳ thường hướng về sản xuất các sản phẩm có hàm lượng tri thức cao, dựa trên sáng tạo nguồn<sup>4</sup> và độc quyền, như đề cập trong các Lý thuyết độc quyền tổ chức công nghiệp và Lý thuyết chu trình sản phẩm.

Về khía cạnh lan tỏa, vai trò chính của đầu tư quốc tế là chuyển giao công nghệ, năng lực sản xuất và phương pháp quản trị vượt trội cho nước nhận đầu tư. Dòng vốn FDI là tác nhân dẫn dắt quá trình công nghiệp hóa cho các nước đang phát triển. Tri thức của các công ty đa quốc gia đem đến các nước đang phát triển thường tập trung vào ngành có lợi thế so sánh. Kojima (1975) cho rằng, sự khác biệt về công nghệ giữa ngành công nghiệp nước đầu tư và nước nhận đầu tư càng nhỏ càng dễ chuyển giao và nâng cấp công nghệ nước chủ nhà hơn. Khoảng cách công nghệ không quá lớn giữa Nhật Bản và các nước đang phát triển tạo lợi thế cạnh tranh cho Nhật Bản đầu tư vào ngành công nghiệp tương đối thuận lợi ở một nước đang phát triển.

Lý thuyết đầu tư quốc tế nêu trên phổ quát và dường như cung cấp các giải thích hợp lý cho điểm đến của dòng vốn FDI là các nền kinh tế mới nổi như Ấn Độ, Mexico, Việt Nam, Trung Quốc hay Thổ Nhĩ Kỳ trong thập niên 1980s-1990s, giai đoạn cách mạng 4.0 và kinh tế tri thức chưa có tác động đáng kể lên chất lượng dòng vốn quốc tế so với thập niên 2020s, và lợi thế sở hữu và lợi thế nội bộ hóa được các nhà kinh tế cho là quyết định chủ yếu bởi sự dư thừa tương đối về vốn đầu tư, lợi thế kinh tế theo quy mô và một phần của công nghệ; còn lợi thế vị trí chuyên biệt của nước chủ nhà-đang phát triển, được quy về nguồn cung lao động rẻ hay tài nguyên thiên nhiên dồi dào hơn.

Tuy nhiên, toàn cầu hóa sản xuất và thị trường trong thập niên 2020-2030 dẫn đến các thay đổi lớn về sự phụ thuộc tương hỗ trong dòng vốn FDI. Hơn nữa, sự phát triển cách mạng 4.0 cho thấy vai trò của dồi dào hơn về tri thức và phát triển trí thông minh

---

<sup>4</sup> Radial innovation



nhân tạo mới chính là lợi thế sở hữu của dòng vốn quốc tế từ các nước phát triển phương Tây, đặc biệt là Mỹ, là nhân tố cần quan tâm hơn trong chính sách thu hút dòng vốn FDI của các nền kinh tế mới nổi trong đó có Việt Nam. Điều này càng có ý nghĩa khi tháng 2 năm 2021, Tổng thống Joe Biden ký sắc lệnh yêu cầu xây dựng chuỗi cung ứng công nghệ mới “không có Trung Quốc”, bằng cách tăng cường đầu tư và hợp tác giữa Mỹ với các quốc gia khác.

Về phía cung, lợi thế về lao động có giá rẻ trong cạnh tranh thu hút vốn FDI của các nền kinh tế mới nổi đang bị thách thức trước những thay đổi về chất trong dòng vốn này do sự trỗi dậy của cách mạng 4.0 và sự phát triển của trí tuệ nhân tạo. Khái niệm mới về độ phức tạp của nền kinh tế<sup>5</sup> (Hausman, 2009) cho thấy, các quốc gia càng cải thiện độ phức tạp của nền kinh tế càng có nhiều tiềm năng phát triển nhanh. Các nước đang phát triển thường sản xuất một số ít sản phẩm đơn giản các gia đình có thể làm được. Ngược lại, các nước phát triển lại làm ra những sản phẩm rất khác biệt một vài gia đình không thể làm được, nên cần nhóm những người biết làm nhiều việc, có kỹ năng khác biệt và tri thức cao hơn. Chẳng hạn, ngành công nghiệp hàng không cần có khoa học gia, phi công, nhà thiết kế máy bay, kiểm soát viên không lưu. Như vậy, cần phải nguồn nhân lực có tri thức và kỹ năng khác nhau, thậm chí từ nhiều nền kinh tế phát triển hàng đầu, cùng cung cho việc sản xuất máy bay (Airbus) và dịch vụ hàng không. Phát triển kinh tế là quá trình đi từ sản xuất một vài mặt hàng giản đơn, với một vài người và một số kỹ năng, đến sản xuất những mặt hàng đa dạng hơn, đòi hỏi nhiều người với tri thức thâm dụng, kỹ năng phức tạp hơn. Thay đổi này sẽ tạo ra thách thức mới cho các nền kinh tế mới nổi hiện nay trong đó có Việt Nam với mục tiêu thành nước phát triển vào năm 2045 như đề cập trên đây.

Cách mạng 4.0, với việc ứng dụng điều khiển học, điện toán đám mây và trí tuệ nhân tạo đang thách thức Mô hình Tăng trưởng Thần kỳ châu Á. Chi phí sản xuất giảm bất ngờ, khiến việc thuê ngoài trong lý thuyết đầu tư quốc tế truyền thống dường như không còn cần thiết trong chuỗi giá trị toàn cầu. Nghiên cứu mới đây của ADB (Trung tâm WTO, 2020), cho thấy chi phí lao động để sản xuất một áo sơ mi tại Mỹ trước đây 7USD so với 0,5USD ở Ấn Độ hoặc 0,22USD tại Bangladesh, nhưng nay còn 0,4USD nếu dùng robot. Kết quả này sẽ khuyến khích việc đưa dòng đầu tư quốc tế thuê ngoài về lại chính quốc, khi các nền kinh tế phát triển sẽ thay thế lao động của con người bằng máy móc và kết hợp với sự phát triển trí thông minh nhân tạo, do các nền kinh tế mới nổi đang bắt đầu xuất hiện những khoảng thiếu hụt trong lợi thế vị trí chuyên biệt, không có khả năng cung nguồn nhân lực có hàm lượng tri thức tương thích. Khuynh hướng này tăng cường bởi sự

---

<sup>5</sup> Economic Complexities

thất bại của sự phụ thuộc tương hỗ vì toàn cầu hóa sản xuất khi nguồn cung có chi phí thấp từ Trung Quốc bắt ngờ gián đoạn do Covid-19 đầu năm 2020.

Để thấy được các thách thức mới về cung lao động giá rẻ của Việt Nam, hãy phân tích sâu hơn về hàm lượng tri thức trong dòng vốn quốc tế giữa Mỹ so với vốn các quốc gia phát triển đầu tư vào Việt Nam gần đây.

### Hàm lượng tri thức trong dòng vốn quốc tế giữa Hoa Kỳ so với vốn các quốc gia phát triển châu Á

Môi trường công nghệ và hàm lượng tri thức trong dòng vốn đầu tư của một nước có liên quan đến tổng chi tiêu cho R&D (GERD) ở quốc gia đó. Xét từ phía nguồn vốn đầu tư (Bảng 2), dòng vốn đầu tư từ Mỹ có hàm lượng R&D khác biệt so với dòng vốn từ Nhật và nguồn vốn chủ yếu vào Việt Nam từ các nền kinh tế phát triển ở châu Á hiện nay.

**Bảng 2: So sánh Tổng chi tiêu quốc nội cho R & D (GERD), giá hiện hành-PPP của Nhật, Hàn Quốc, Đài Loan và Singapore so với Mỹ 2005-2017 (Đơn vị tính: triệu USD)**

Quốc gia	2005	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Trung Bình
<b>Nhật</b>								
GERD	128.694	152.325	164.655	169.554	168.546	164.758	170.900	159.919
Tỷ lệ so với Mỹ	39%	35%	36%	36%	34%	32%	31%	35%
<b>Hàn Quốc</b>								
GERD	30.618	64.862	68.234	73.099	76.932	80.465	90.979	69.313
Tỷ lệ so với Mỹ	9%	15%	15%	15%	16%	16%	17%	15%
<b>Đài Loan</b>								
GERD	15.309	29.176	30.911	32.731	33.848	35.928	39.296	30.976
Tỷ lệ so với Mỹ	5%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
<b>Singapore</b>								
GERD	5.007	8.052	8.587	9.842	10.681	10.579	10.479	9.032
Tỷ lệ so với Mỹ	1,5%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
<b>Mỹ</b>	328.128	434.349	454.821	476.452	495.098	516.254	543.249	464.050

Nguồn: [oecd-ilibrary.org/science-and-technology/gross-domestic-expenditure-on-r-d-gerd-at-current-prices-and-ppp\\_2be7ef03-en#page1](http://oecd-ilibrary.org/science-and-technology/gross-domestic-expenditure-on-r-d-gerd-at-current-prices-and-ppp_2be7ef03-en#page1) và Tính toán của tác giả

GERD là Tổng chi tiêu về R&D thực hiện trên lãnh thổ quốc gia trong khoảng thời gian nhất định, được tính bằng USD ngang giá sức mua, GERD gồm R&D được thực hiện trong một quốc gia và các khoản được tài trợ từ nước ngoài nhưng không bao gồm các khoản thanh toán cho R&D được thực hiện ở nước ngoài. Tính theo giá hiện hành, năm 2017 GERD của Mỹ đạt hơn 543 tỷ USD, gấp 3 lần Nhật. Giá trị này của 3 quốc gia phát triển đang đầu tư vào Việt Nam thấp hơn Mỹ rất nhiều. GERD của Hàn Quốc, Đài Loan và Singapore lần lượt chỉ bằng 17%, 7% và thậm chí 2% của Mỹ. Khi tính trung bình trong giai đoạn 2005-2017 kết quả khảo sát vẫn không biến động đáng kể.

Về mức chi R&D (PPP) bình quân đầu người, nền kinh tế Mỹ (2011) đạt giá trị cao nhất trong nhóm G7, ở mức 1275,6 USD, gấp rưỡi Đức; gấp đôi Anh, Pháp, Canada và gấp 4 lần Ý<sup>6</sup> nên dù đều là các dòng vốn quốc tế có hàm lượng R&D cao so với các nước khác trên thế giới, dòng vốn quốc tế đến từ Mỹ và từ các nước G7 Tây Âu cũng có khác biệt về chất.

Các kết luận trên đây còn được tăng cường khi quan sát chất lượng lao động tri thức của Mỹ thể hiện ở quy mô nhân lực nghiên cứu.

**Bảng 3: So sánh Nhân lực Nghiên cứu của Nhật, Hàn Quốc, Đài Loan và Singapore so với Mỹ 2005-2016**

Quốc gia	2005	2012	2013	2014	2015	2016	Trung Bình
<b>Nhật</b> Nhân lực So với Mỹ	680.631 62%	646.347 52%	660.489 51%	682.935 51%	662.071 48%	665.566 49%	666.340 52%
<b>Hàn Quốc</b> Nhân lực So với Mỹ	179.812 16%	315.589 25%	321.842 25%	345.463 26%	356.447 26%	361.292 26%	313.408 24%
<b>Đài Loan</b> Nhân lực So với Mỹ	88.859 8%	140.102 11%	141.159 11%	142.983 11%	145.381 11%	147.710 11%	134.366 10%
<b>Singapore</b> Nhân lực So với Mỹ	23.789 2%	34.123 3%	36.012 3%	36.647 3%	39.182 3%	39.207 3%	34.827 3%
<b>Mỹ</b>	1.104.019	1.253.231	1.294.353	1.339.931	1.369.267	1.371.290	1.288.682

Nguồn: [oecd-ilibrary.org/science-and-technology/total-researchers-in-full-time equivalent\\_f0a98e10-en#page1](http://oecd-ilibrary.org/science-and-technology/total-researchers-in-full-time-equivalent_f0a98e10-en#page1) và Tính toán của tác giả

Trong bảng 3, giai đoạn 2005-2016, Mỹ là nền kinh tế có quy mô nhân lực nghiên cứu lớn nhất trong nhóm các nhà đầu tư vào Việt Nam với trung bình hơn 1 triệu 288 ngàn. Quy mô này lớn gấp đôi Nhật, gấp 4 lần Hàn Quốc, gấp 10 Đài Loan và 37 lần đảo quốc Singapore. Dù có các cố gắng chuyển dịch cơ cấu lao động quốc gia về hướng kinh tế tri thức của Hàn Quốc và Singapore của Tổng thống Park Chung Hee, Thủ tướng Lý Quang Diệu và các nhà lãnh đạo 2 quốc gia trong những thập niên cuối thế kỷ 20 và thập niên đầu thế kỷ 21, khoảng cách này chưa có dấu hiệu rút ngắn. Điều này cung cấp thêm bằng chứng cho khả năng đầu tư bền vững, chú trọng vào năng suất, công nghệ và tri thức

<sup>6</sup> Nguồn: [oecd-ilibrary.org/science-and-technology/gross-domestic-expenditure-on-r-d-gerd-at-2010-prices-and-ppp\\_2be7ef03-en#page1](http://oecd-ilibrary.org/science-and-technology/gross-domestic-expenditure-on-r-d-gerd-at-2010-prices-and-ppp_2be7ef03-en#page1) và Tính toán của tác giả.

của dòng vốn quốc tế từ Mỹ hơn so với dòng vốn đầu tư thuần túy từ Hàn Quốc, Singapore và Đài Loan. Kết quả so sánh trên cũng giải thích lý do về một hạn chế lớn của hơn 3 thập niên thu hút vốn FDI vào Việt Nam là khả năng khuếch tán công nghệ từ dòng vốn FDI cho các doanh nghiệp trong nước rất thấp.

### **Thách thức đối với cung lao động Việt Nam trước các thay đổi về chất trong dòng vốn FDI**

Chất lượng nguồn nhân lực quốc gia đầu tư còn được đo bằng số năm giáo dục trung bình (Balwin & Venables, 2011). Số năm giáo dục trung bình của 1 nước là số năm mà 1 người trên 25 tuổi đã bỏ ra cho giáo dục chính quy.

**Bảng 4: Số năm giáo dục trung bình của nhân lực ở một số quốc gia**

Quốc gia	Mỹ	Nhật	Singapore	Việt Nam	G7	OECD
Năm 2000	12	9,5	7	4,8	9,69	9,42
Hạng thế giới	1	13	39	70		
Năm 2013	12,9	11,8	10,7	5,7		

*Nguồn: www.nationmaster.com/country-info/stats/Education/Average-years-of-schooling-of-adults; hdr.undp.org/en/content/mean-years-schooling-males-aged-25-years-and-above-years*

Chất lượng nguồn nhân lực của Mỹ năm 2013 dẫn đầu các nước đầu tư vào Việt Nam (Bảng 4). Năm 2013, số năm giáo dục trung bình của Mỹ đạt mức cao 12,9, trong khi của Nhật 11,8 của Singapore 10,7 còn Việt Nam thấp ở mức 5,7 năm. Tiêu chí này của Mỹ cao hơn Nhật 1,1 năm, khoảng cách biệt là gấp đôi (2,2 năm) so với Singapore. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu trước đây (Balwin, 1971, 2016) hậu thuẫn cho nghịch lý Leontief, về thực tế rằng Mỹ có khuynh hướng xuất khẩu các sản phẩm thâm dụng lao động tri thức hơn Nhật Bản. Hơn nữa, khoảng cách biệt về mức thâm dụng lao động tri thức (Bảng 4) có tăng lên sau nhiều thập niên.

Từ phân tích trên đây, có thể thấy dòng vốn đầu tư của Mỹ có mục tiêu và động cơ hoàn toàn khác với các nhà đầu tư lớn vào Việt Nam hiện nay. So với Nhật, các nhà đầu tư Mỹ thường không chú tâm vào các thị trường hàng hóa đã có người tiêu dùng, mà là thị trường chưa có khách hàng hay thị trường độc quyền và người Mỹ duy trì dòng vốn có hàm lượng R&D và đội ngũ khoa học tương đối cao. Khi đầu tư có quy mô nhỏ, doanh nghiệp Mỹ thường chọn thị trường USMCA của 2 nước láng giềng nơi có thuế quan ưu đãi đặc biệt từ NAFTA, chi phí vận tải tối thiểu, mức lương của Mexico thấp hơn hàng chục lần và điều kiện lao động dễ chịu hơn thị trường nội địa Mỹ. Khuynh hướng này tăng khi Joe Biden trở thành tổng thống và trong tuyên bố đầu năm 2021 sẽ từ bỏ mục tiêu “Nước Mỹ vĩ đại” và đẩy mạnh đầu tư, hợp tác với các đồng minh trong đó có Canada và Mexico.

Tuy nhiên, tăng cường thu hút vốn FDI từ Mỹ đang gặp rào cản từ phía cung là hàm lượng tri thức trong nguồn lao động của nước chủ nhà Việt Nam còn thấp, tạo khoảng trống không tương thích với cầu của dòng vốn quốc tế từ Hoa Kỳ có hàm lượng tri thức cao, và ngay cả khi so với vốn quốc tế từ các nền kinh tế châu Á nói trên. Tham chiếu với Nhật, Singapore và vài nước châu Á, số liệu (Bảng 4) cho thấy cách biệt về chất lượng nguồn nhân lực giữa Mỹ và Việt Nam rất lớn. Năm 2000, số năm giáo dục trung bình của Mỹ cao hơn Việt Nam 7,2 năm (gấp 2,5 lần) trong khi chỉ số này của Nhật cao hơn Việt Nam 4,7 năm còn Singapore hơn 2,2 năm. Hạn chế này chưa được cải thiện trong dài hạn, sau 13 năm dù trong giai đoạn đổi mới, Việt Nam đã có nhiều cải cách giáo dục, khoảng cách biệt này vẫn là 7,2 năm. Năm 2000 số năm giáo dục trung bình Việt Nam chỉ đạt mức 4,8 năm, tức chưa qua bậc tiểu học đã rời trường, và hơn thập niên sau, năm 2013 con số này chỉ 5,7 năm nghĩa là chỉ qua bậc tiểu học được 7 tháng. Kết luận này được tăng cường bởi việc so sánh số năm đi học trung bình của người Việt Nam từ 15 tuổi trở lên trong năm 2018 là 8,2 năm, so với Philippin 9,4 năm; Malaysia 10,2 năm; Singapore 11,5 năm và Hàn Quốc 12,2 năm<sup>7</sup>.

Cung nhân lực có hàm lượng GERD cải thiện của nước chủ nhà, ngoài nguyên nhân thu hút dòng vốn rất khác biệt của Mỹ, còn là nhân tố then chốt duy trì năng suất trong dài hạn và phúc lợi bền vững, giúp một quốc gia đang phát triển tránh bẫy thu nhập trung bình vươn thành một nước phát triển. Ở các quốc gia mới nổi, chất lượng nguồn nhân lực quốc gia cao là yếu tố hấp dẫn, lợi thế cạnh tranh quốc gia và được chấm điểm cao về lợi thế vị trí chuyên biệt, thu hút sự chú ý của nhà đầu tư quốc tế chọn làm điểm đến. Nguồn lực thiên phú cơ bản như tài nguyên thiên nhiên hay giá lao động tương đối thấp có giá trị xác định và tới hạn, trong khi nguồn lực nâng cao gắn liền với đầu tư nâng cấp chất lượng nguồn nhân lực quốc gia có thể tăng không giới hạn. Điều này có ý nghĩa hơn khi hiện nay trên toàn cầu, lợi thế cạnh tranh quốc gia đang chuyển trọng tâm từ tài nguyên thiên nhiên dồi dào, lao động rẻ hay vốn đầu tư sang tri thức và đầu tư R&D quốc gia. Ở góc độ này, so với Mỹ cách biệt về GERD của Việt Nam rất lớn. Năm 2011, chi tiêu R&D bình quân đầu người của Việt Nam chỉ 5,8USD trong khi của Hoa Kỳ 1.275,6 USD (chênh lệch 220 lần). Tổng GERD bình quân của Việt Nam 2011 chỉ ở mức 0,5 tỷ USD so với Singapore 28 tỷ USD, Hàn Quốc 64 tỷ USD, Nhật 145 tỷ USD và Mỹ 417 tỷ USD. Cách biệt này tăng dần và chưa có dấu hiệu cải thiện trong dài hạn từ phía cung nên có tác động như một rào cản đến dòng vốn Mỹ vào Việt Nam trong 3 thập niên qua.

Cuối cùng, đầu tư quốc gia cho đổi mới sáng tạo, thúc đẩy sự phát triển kinh tế tri thức, tính minh bạch hay mức độ sẵn lòng bảo vệ quyền sở hữu trí tuệ của nước chủ nhà, là yếu tố quan trọng trong việc đẩy mạnh thu hút dòng vốn quốc tế. Lợi thế vị trí chuyên

<sup>7</sup> <http://lyluanchinhtri.vn/home/index.php/nguyen-cuu-ly-luan/item/3238-danh-gia-phat-trien-con-nguoi-viet-nam-va-mot-so-khuyen-nghi.html>

biệt của Việt Nam trong thu hút dòng vốn Mỹ của Hoa Kỳ còn đo bằng số lượng bằng sáng chế đăng ký ở nước ngoài. Số lượng văn bằng bảo hộ sáng chế của Việt Nam hiện nay nằm trong tốp dưới của 10 nước AEC (WIPO, 2019, 2020). Hơn nữa, Chỉ số Đổi mới sáng tạo toàn cầu (GII) dùng để đo hiệu quả đầu tư quốc gia cho đổi mới sáng tạo và cung cấp thông tin cho việc thúc đẩy sự phát triển của tri thức, khoa học và công nghệ, là nền tảng cho phát triển bền vững. Năm 2020, xếp hạng GIU Việt Nam đứng thứ 42/131 nền kinh tế, tuy được WIPO8 đánh giá cao hơn so với trình độ phát triển hiện nay của Việt Nam,9 việc thu hẹp ngăn cách về đổi mới sáng tạo toàn cầu giữa Việt Nam với các nền kinh tế phát triển là thách thức cho mục tiêu đẩy mạnh thu hút dòng vốn quốc tế từ Mỹ và Tây Âu và trở thành nền kinh tế phát triển.

Việt Nam là nền kinh tế mới nổi, định vị ở khu vực kinh tế, thương mại năng động nhất toàn cầu, nên lợi thế cạnh tranh quốc gia hiện nay không còn ở nguồn lực thiên phú cơ bản, mà ở nguồn nhân lực có hàm lượng tri thức tương thích với dòng vốn quốc tế. Với vốn nhân lực dồi dào nhưng năng suất chưa cao, nền kinh tế Việt Nam đang tiệm cận kịch bản gần giống Singapore cách đây 50 năm: muốn phát triển phải dựa vào nguồn nhân lực nâng cao trong nước và nguồn vốn đầu tư quốc tế nhiều hơn, tốt hơn. Khoảng cách biệt lớn về trình độ nhân lực giữa nước đầu tư và nước chủ nhà luôn là yếu tố gây cản trở cho dòng vốn Mỹ vào thị trường các quốc gia mới nổi, đặc biệt đối với dòng vốn khai thác yếu tố độc quyền tương đối của Mỹ so với các nhà đầu tư châu Á.

## **Kết luận**

Lý thuyết về dòng vốn FDI truyền thống chưa đặt trọng tâm vào vai trò của vốn tri thức, sự phát triển cách mạng 4.0 ở quốc gia đầu tư và hàm lượng tri thức tương thích trong nguồn cung lao động của nước chủ nhà, như là yếu tố cơ bản cho giải thích sự di chuyển lớn dòng vốn FDI thế hệ mới, trong thập niên 2020s và các năm tiếp theo. Nói cách khác lợi thế vị trí chuyên biệt do lao động giá rẻ của các nền kinh tế mới nổi và Việt Nam không còn phù hợp trong thu hút dòng vốn FDI từ các nước phát triển hàng đầu, trước các thay đổi mới trong bước tiến của cách mạng 4.0.

Dòng vốn FDI từ Mỹ gồm nhân lực có chất lượng tri thức cao với mức độ R&D hơn hẳn dòng vốn từ một số quốc gia đầu tư chính hiện nay vào Việt Nam. Các nhà đầu tư Mỹ có mục tiêu và động cơ hoàn toàn khác với các nhà đầu tư Nhật Bản hay các nền kinh tế phát triển ở châu Á, hàm ý về khía cạnh thu hút đầu tư quốc tế bền vững cần hướng trọng tâm vào tri thức và khả năng chuyển giao công nghệ hơn là mức độ dồi dào lượng vốn đầu tư thuần túy. Nội dung tìm thấy tiếp theo là trình độ tiếp thu công nghệ, mức độ

---

<sup>8</sup> Tổ chức Sở hữu trí tuệ Thế giới

<sup>9</sup> Bộ Khoa học và Công nghệ, 2020

sẵn lòng bảo vệ quyền sở hữu trí tuệ của nước chủ nhà đóng vai trò quan trọng trong thu hút vốn từ Mỹ. Sự phụ thuộc quá nhiều vào các nhà đầu tư từ châu Á, ngoại trừ Nhật Bản, như Hàn Quốc, Singapore và Đài Loan trong dài hạn, mà thiếu sự hiện diện đủ lớn của dòng vốn từ Mỹ và các nước phát triển Tây Âu, tiềm ẩn khả năng chuyển mô hình phát triển kinh tế của Việt Nam hiện nay theo hướng không thuận lợi, khó nắm bắt thời cơ trở thành nước phát triển vào năm 2045 đúng lúc. Khuyến nghị chính sách vĩ mô Việt Nam cần tập trung vào tăng chi tiêu GERD, tạo lập nguồn cung nhân lực trong nước dần dần có hàm lượng tri thức tương thích với dòng vốn quốc tế cần thu hút và chú trọng bảo hộ quyền sở hữu trí tuệ, đây là nhiệm vụ xem chừng không đơn giản.

Sau hơn 3 thập niên thu hút vốn FDI, trong khi tổng vốn thực hiện lũy kế từ Hàn Quốc, Singapore, Nhật và Đài Loan thống trị tổng dòng vốn FDI vào Việt Nam, vốn đầu tư từ Mỹ vào Việt Nam còn rất thấp. Vốn đầu tư từ Tây Âu cũng chưa cao, nhiều nhất là Hà Lan, Pháp và Đức. Bài viết tiếp theo dùng thêm Tiếp cận L-L-L sẽ mở rộng hướng nghiên cứu định lượng tác động dòng vốn FDI từ các Thị trường Mới nổi Quy mô lớn vào Việt Nam so với dòng vốn lớn từ EU gồm Hà Lan, Pháp, Đức và Anh Quốc lên thay đổi năng suất lao động Việt Nam trong các doanh nghiệp thuê ngoài, khi Hiệp định bảo hộ đầu tư (IPA) giữa Việt Nam và EU đã ký kết năm 2019.

### Tài liệu tham khảo

- Baldwin, R. (2016). *The Great Convergence: Information technology and the New Globalisation*, Harvard University Press (Chapter 3).
- Baldwin, R. & Venables A. J. (2011). "Spiders and snakes: Offshoring and agglomeration in the global economy", *Journal of International Economics* 90(2): 245-254
- Balwin, R. (1971). "Determinants of the Commodity Structure of U.S. Trade" *American Economic Review*, 1971, vol. 61, 126-46. Retrieved from <https://econpapers.repec.org/article/pdf>.
- Bộ Công Thương, (2021). "Nhiều nhà đầu tư Nhật Bản đang tiến vào Việt Nam", <https://moit.gov.vn/web/guest/tin-chi-tiet/-/chi-tiet/nhieu-nha-%C4%91au-tu-nhat-ban-%C4%91ang-tien-vaio-viet-nam-20436-22.html>, truy cập 28/2/2021.
- Bộ Kế hoạch và Đầu tư, (2021). Cổng Thông tin Điện tử; <http://www.mpi.gov.vn/Pages/tinbai.aspx?idTin=48566&idcm=208>, truy cập 27/2/2021.
- Bộ Khoa học và Công nghệ, (2020). "Giới thiệu báo cáo chỉ số GII năm 2020 và kết quả của Việt Nam", <https://www.most.gov.vn/vn/tin-tuc/18350/gioi-thieu-bao-cao-chi-so-gii-nam-2020-va-ket-qua-cua-viet-nam.aspx>, truy cập 28/2/2021.
- Dunning, J. H. (2006). "Comment on Dragon Multinationals: New Players in 21st Century Globalization." *Asia Pacific Journal of Management*, 23 (2):139–41. doi:10.1007/s10490-006
- Dunning, J. H. (1997). *Globalization and the Theory of MNE Activity*, Macmillan.

- Hausmann, R. (2009). “The Building Blocks of Economic Complexity”. Retrieved from <https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/cid/files/publications/faculty-working-papers/186.pdf>.
- Joanna S. K. et-al (2019). “Innovation Through Linkage, Leverage, and Learning: The Case of Monk Fruit Corporation” *International Studies of Management & Organization*, DOI: 10.1080/00208825.2019.1608399.
- Kojima, K. (1975). “International Trade and Foreign Direct Investment: Substitutes or Complements,” *Hitotsubashi Journal of Economics* 16: 1-12.23
- Kojima, K. and Terutomo O. (1984). “Micro- and Macro-Economic Models of Direct Foreign Investment: Toward a Synthesis,” *Hitotsubashi Journal of Economics* 25 (1): 1-20.
- Mathews, J. A. (2006). “Dragon Multinationals: New Players in 21st Century Globalization.” *Asia Pacific Journal of Management*, 23 (1):5–27. doi:10.1007/s10490-006-6113.
- Trung tâm WTO (2020). “Việt Nam Sẵn sàng đến đâu Để trở thành nền Kinh tế Phát triển” <https://trungtamwto.vn/su-kien/16344-viet-nam-san-sang-den-dau-de-tro-thanh-nen-kinh-te-phan-trien>; truy cập 28/2/2021.
- WIPO (2019,2020). World Intellectual Property Indicators, Geneva.  
[www.hdr.undp.org/en/content/mean-years-schooling-males-aged-25-years-and-above-years](http://www.hdr.undp.org/en/content/mean-years-schooling-males-aged-25-years-and-above-years),  
truy cập 28/2/2021  
<https://haiquanonline.com.vn/nam-2020-singapore-la-quan-quan-ve-dau-tu-fdi-vao-viet-nam-139372.html>, truy cập 2/3/2021  
<http://lyluanchinhtri.vn/home/index.php/nguyen-cuu-ly-luan/item/3238-danh-gia-phan-trien-con-nguoi-viet-nam-va-mot-so-khuyen-nghi.html>, truy cập 28/2/2021  
[www.nationmaster.com/country-info/stats/Education/Average-years-of-schooling-of-adults](http://www.nationmaster.com/country-info/stats/Education/Average-years-of-schooling-of-adults),  
truy cập 28/2/2021  
<https://www.oecd-ilibrary.org/books/2021> truy cập 2/3/2021  
[https://www.oecd-ilibrary.org/science-and-technology/gross-domestic-expenditure-on-r-d-gerd-at-current-prices-and-ppp\\_2be7ef03-en#page1](https://www.oecd-ilibrary.org/science-and-technology/gross-domestic-expenditure-on-r-d-gerd-at-current-prices-and-ppp_2be7ef03-en#page1), truy cập 26/2/2021  
<https://www.wipo.int/publications/en/details.jsp?id=4526>, truy cập 28/2/2021



35.

## NGANG GIÁ LÃI SUẤT CÓ PHÒNG NGỪA Ở VIỆT NAM TRONG BỐI CẢNH KHỦNG HOẢNG DO COVID-19

Nguyễn Thị Hồng Nhâm\*

Trần Minh Hiếu\*

### Tóm tắt

Nghiên cứu sử dụng phương pháp Pooled Mean Group (PMG) để kiểm định sự tồn tại ngang giá lãi suất và tìm ra mối quan hệ của độ lệch ngang giá lãi suất đối với các yếu tố tài chính vĩ mô tiềm ẩn ở thị trường Việt Nam trong đại dịch Covid-19. Với mẫu dữ liệu thứ cấp theo tuần gồm 5 đồng tiền của các quốc gia Mỹ, Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản và khu vực châu Âu (USD, CNY, KRW, JPY, EUR). Kết quả cho thấy chênh lệch lãi suất có tác động dương đến chênh lệch tỷ giá kỳ hạn và giao ngay, hầu hết yếu tố tài chính vĩ mô đều có ý nghĩa thống kê và tác động đến chênh lệch tỷ giá kỳ hạn và giao ngay trong dài hạn và không có tính động trong ngắn hạn, sự xuất hiện của dịch bệnh COVID-19 đã làm thay đổi các yếu tố tài chính vĩ mô và thay đổi mức độ tác động của chúng lên độ lệch ngang giá lãi suất. Trên cơ sở đó, nhóm nghiên cứu đề xuất một số khuyến nghị nhằm giảm thiểu độ lệch ngang giá lãi suất có phòng ngừa trong giai đoạn COVID-19 và phục hồi nền kinh tế.

**Từ khóa:** Ngang giá lãi suất, tỷ giá, yếu tố tài chính vĩ mô, Covid -19.

### 1. Giới thiệu chung

Thị trường ngoại hối là loại thị trường có lượng giao dịch lớn, được kết nối toàn cầu thông qua Internet và cũng là thị trường đầu cơ lớn nhất. Do đó, nó rất nhạy cảm với các vấn đề, tin tức cũng như các sự kiện kinh tế và chính trị diễn ra trên thế giới, như tình hình chính trị, tỷ lệ làm phát, tỷ lệ thất nghiệp, chỉ số sản xuất, chỉ số bán lẻ và lãi suất... Điều này sẽ tạo ra nhiều cơ hội cho các loại hình kinh doanh khác nhau, điển hình như kinh doanh chênh lệch lãi suất có phòng ngừa. Kinh doanh lãi suất có phòng ngừa là hoạt động đầu tư ra nước ngoài để hưởng mức lãi suất cao hơn, nhưng có phòng ngừa rủi ro tỷ giá

\*Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [nhamnth@ueh.edu.vn](mailto:nhamnth@ueh.edu.vn)

thông qua hợp đồng kỳ hạn. Để thị trường đạt trạng thái cân bằng, buộc phải có số lượng kinh doanh chênh lệch lãi suất có phòng ngừa (CIA) đủ lớn để những giải pháp đó liên quan tới lý thuyết ngang giá lãi suất (IRP), trong trạng thái này sự chênh lệch giữa tỷ giá kỳ hạn và tỷ giá giao ngay được bù đắp đúng bằng chênh lệch lãi suất 2 nước đó và nó không tạo ra bất kỳ cơ hội nào cho các nhà kinh doanh chênh lệch lãi suất có phòng ngừa. Thị trường đạt trạng thái ngang bằng lãi suất sẽ mang lợi ích đến các doanh nghiệp và nhà đầu tư, tuy không thể thực hiện CIA để kiếm lời nhưng lúc này, mức lãi suất sẽ phản ánh đúng giá của thị trường nên các doanh nghiệp sẽ không lo sợ phải huy động nguồn vốn với mức lãi suất cao hơn giá trị đúng của nó.

Trong bối cảnh hội nhập hiện nay, nền kinh tế Việt Nam nói chung cũng như thị trường ngoại hối của Việt Nam nói riêng đang dần hoàn thiện và có liên kết chặt chẽ với các nước phát triển. Đồng thời với sự xuất hiện của Covid -19 đã làm độ lệch ngang giá lãi suất có phòng ngừa cũng sẽ biến động ngày càng nhiều và phức tạp hơn do ngoại hối và ngoại thương. Bằng việc sử dụng dữ liệu bảng gồm 180 quan sát theo tuần của 5 đồng tiền so với VND, bao gồm CNY, KRW, USD, Euro và Yên Nhật từ ngày 1/1/2020 đến 31/12/2020 và phương pháp hồi quy Pooled Mean Group – PMG, để kiểm định sự tồn tại ngang giá lãi suất và tìm ra mối quan hệ của độ lệch CIP đối các yếu tố tài chính vĩ mô tiềm ẩn ở thị trường Việt Nam trong đại dịch COVID-19. Đây cũng chính là mục tiêu mà nghiên cứu hướng đến.

## **2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu**

### **2.1. Lý thuyết ngang giá lãi suất IRP và ngang giá lãi suất có phòng ngừa**

Tại thời điểm các lực lượng thị trường làm lãi suất và tỷ giá không tạo ra cơ hội nào cho kinh doanh chênh lệch lãi suất có phòng ngừa, chúng ta đang ở trạng thái gọi là ngang giá lãi suất (IRP). Trong thế cân bằng này, sự khác nhau giữa tỷ giá kỳ hạn và tỷ giá giao ngay giữa 2 đồng tiền được bù đắp bằng chính chênh lệch lãi suất của 2 quốc gia đó. Nếu những nhà đầu tư muốn nhận được lãi suất cao hơn từ việc đầu tư ra nước ngoài, nhưng có tác động sẽ làm cân bằng trở lại do nhà đầu tư phải trả nhiều hơn trên một đơn vị ngoại tệ (tỷ giá giao ngay) và nhận ít hơn trên cùng một đơn vị ngoại tệ được bán trước (tại tỷ giá kỳ hạn). Lưu ý rằng, tỷ giá kỳ hạn lớn hơn tỷ giá giao ngay sẽ nhận được phần bù và nhỏ hơn sẽ biểu lộ được chiết khấu.

Mối quan hệ giữa phần bù (hoặc chiết khấu) của ngoại tệ và lãi suất dựa trên đồng tiền này theo IRP có thể được xác định như sau: Chúng ta hãy xem xét một nhà đầu tư thực hiện kinh doanh chênh lệch lãi suất có phòng ngừa, tỷ suất sinh lợi của nhà đầu tư này từ việc kinh doanh chênh lệch lãi suất có phòng ngừa được xác định như sau:

$$r_t = (1 + i_f)(1 + p) - 1$$

Trong đó:

$$p = \frac{F}{S} - 1$$

$S$ : tỷ giá giao ngay của ngoại tệ

$F$ : tỷ giá kỳ hạn khi chuyển ngoại tệ sang nội tệ

$i_f$ : Lãi suất tiền gửi nước ngoài

Nếu ngang giá lãi suất tồn tại tỷ suất sinh lợi nhận được từ kinh doanh chênh lệch lãi suất có phòng ngừa sẽ bằng với lãi suất trong nước:  $r_f = i_h$

Trong đó,  $r_f$  là tỷ suất sinh lợi nhận được từ kinh doanh chênh lệch lãi suất có phòng ngừa và  $i_h$  là lãi suất trong nước.

Ngang giá lãi suất có phòng ngừa (CIP) là nguyên tắc được thiết lập tốt nhất trong tài chính quốc tế và nguyên tắc này cho rằng lãi suất trong thị trường hoán đổi ngoại hối trùng với lãi suất tương ứng trên thị trường giao ngay. Mặt khác, một người đó có thể kiếm được lợi nhuận không có rủi ro bằng cách vay với lãi suất thấp và cho vay với lãi suất cao hơn khi rủi ro tiền tệ được bảo hiểm đầy đủ (Avdjiev và cộng sự, 2017).

## 2.2. Tổng quan các nghiên cứu trước đây

Nguồn gốc của ngang bằng lãi suất có phòng ngừa (CIP) lần đầu được nêu lên bởi Keynes (1923) trong giai đoạn tỷ giá hối đoái thả nổi sau chiến tranh thế giới thứ nhất, chính là nền tảng của tài chính quốc tế. Hầu hết bài nghiên cứu của các tác giả trên khắp thế giới đều nghiên cứu về độ lệch CIP ở 3 giai đoạn trước, trong và sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 (GFC). Trước khi xảy ra khủng hoảng tài chính toàn cầu (GFC), trong vài thập niên độ lệch ngang giá lãi suất khá là nhỏ, thậm chí gần bằng mức 0. Nhưng khi số lượng tài liệu nghiên cứu ngày càng tăng, và khi chúng ta khám phá được nhiều điều hơn, mối quan hệ đó dường như bị phá vỡ khi xảy ra GFC. Sự sai lệch CIP trong bối cảnh biến động của khủng hoảng tài chính toàn cầu không có gì ngạc nhiên. Điều gây hoang mang hơn là CIP tiếp tục sai lệch - có khi lớn hơn, có khi nhỏ hơn - sau GFC. Hiện tượng này trở nên quan trọng ít nhất vì 3 lý do này. Thứ nhất, đây có thể là bằng chứng cho những xung đột của thị trường tài chính hoặc là những hậu quả từ chính sách không lường trước được, có khả năng dẫn đến việc phân bổ nguồn lực không có hiệu quả. Thứ hai, nó có thể dẫn đến sự thay đổi trong cách các chính sách kinh tế vĩ mô (đặc biệt là các chính sách tiền tệ) truyền qua biên giới. Thứ ba, sự sai lệch của CIP có thể giải thích cho việc định giá tài sản trên thế giới, nơi các ràng buộc trung gian tài chính là ngẫu nhiên và khó khả năng bắt buộc (Du và cộng sự, 2019).

Ngay cả trước GFC ngang giá lãi suất hiếm khi xảy ra. Akram và cộng sự (2008) tìm ra được sự chênh lệch nhỏ và nhất thời - nhưng mang ý nghĩa về kinh tế - từ ngang giá lãi suất có phòng ngừa. Tuy nhiên, CIP vẫn cho ta thấy cách nhìn về mối quan hệ giữa tỷ giá hối đoái kỳ hạn và giao ngay, cũng như lãi suất ở cấp vĩ mô. Theo Akram và cộng sự (2008), “việc thiếu sót về khả năng dự đoán về kiếm lời chênh lệch giá và các cơ hội kiếm lời chênh lệch giá được khai thác và được khử một cách nhanh chóng, hàm ý rằng một nhà nghiên cứu tài chính vĩ mô quốc tế điển hình sử dụng dữ liệu hàng ngày hoặc ít hơn có thể giả định rằng CIP ổn định”. Trong và sau khi diễn ra GFC, lượng kiến thức từ các tài liệu nghiên cứu độ lệch ngang giá lãi suất có phòng ngừa tăng lên một cách đáng kể, do lý thuyết ngang giá lãi suất đã bị vi phạm và bị chi phối bởi nhiều yếu tố khác. Gần đây, Eugenio và cộng sự (2019) phân tích sự ảnh hưởng của chênh lệch lãi suất và chênh lệch tỷ giá kỳ hạn-tỷ giá giao ngay cùng với các yếu tố tài chính vĩ mô đối với độ lệch CIP ở thị trường Hoa Kỳ. Bằng phương pháp tính đến khả năng các tác nhân chính dao động theo thời gian thông qua một loạt kỹ thuật kinh tế lượng: phân tích tách mẫu, hồi quy OLS và hồi quy biến công cụ (IV regression), nhóm tác giả đã rút ra kết luận rằng độ lệch CIP ở Hoa Kỳ xuất hiện không chỉ trong khủng hoảng GFC, còn ở giai đoạn sau khủng hoảng và các yếu tố tài chính vĩ mô như sức mạnh đồng USD và tính thanh khoản thị trường ngoại hối có vai trò giải thích rất mạnh đối với độ lệch CIP, còn chỉ số VIX có mức độ giải thích thấp hơn.

Ở Việt Nam, hiện nay có rất ít bài nghiên cứu về độ lệch CIP tại thị trường trong nước. Điển hình là nghiên cứu của Trần Ngọc Thơ và Nguyễn Ngọc Định kiểm định về sự tồn tại của ngang giá lãi suất ở Việt Nam, bằng cách kiểm định mối quan hệ giữa chênh lệch lãi suất và biến động tỷ giá hối đoái, bài nghiên cứu dùng dữ liệu từ quý I-1999 đến quý III-2005 cho cặp tiền USD và VND (giai đoạn trước GFC). Kết quả cho thấy, ngang giá lãi suất ở Việt Nam đã không tồn tại, vì chênh lệch lãi suất chỉ giải thích được một phần nhỏ trong chênh lệch tỷ giá giao ngay và kỳ hạn.

Các nghiên cứu trước đây đều chỉ ra tác động của chênh lệch tỷ giá, lãi suất và các yếu tố vĩ mô tiềm ẩn đến độ lệch ngang giá lãi suất có phòng ngừa ở các khu vực khác nhau và thời gian khác nhau. Tuy nhiên, chưa có nghiên cứu độ lệch ngang giá lãi suất có phòng ngừa dưới tác động của COVID-19. Ngoài ra, các nghiên cứu trước đây cũng không chỉ ra cho mối quan hệ trong ngắn hạn và dài hạn (phân biệt tính động ngắn hạn và dài hạn) được thể hiện qua các mối quan hệ đồng kết hợp. Trong nghiên cứu này, các tác giả không chỉ quan tâm tới sự tồn tại của độ lệch CIP, các hoạt động ảnh hưởng đến sự biến động tỷ giá và mối quan hệ giữa các yếu tố tài chính vĩ mô với độ lệch CIP trong trường hợp nền kinh tế ở Việt Nam dưới tác động của đại dịch COVID-19, còn xem

xét các mối quan hệ trong ngắn hạn và dài hạn của các yếu tố tài chính vĩ mô và chênh lệch tỷ giá.

### 3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng 5 đồng tiền lần lượt là CNY, USD, KRW, JPY và EUR, trong đó Nhật Bản là một trong những quốc gia có nơi tiền tệ trú ẩn an toàn (safe haven currency) giống như Thụy Sĩ. Bài nghiên cứu sử dụng tỷ giá giao ngay và tỷ giá kỳ hạn hằng ngày của các đồng EURO, USD, Yên Nhật, Won Hàn Quốc và Nhân dân tệ của Trung Quốc so với đồng Việt Nam từ website Investing.com. Lý do nhóm tác giả chọn các đồng tiền này là do các nước và khu vực trên là các đối tác thương mại lớn đối với Việt Nam.

**Bảng 1: Thống kê số liệu xuất-nhập khẩu năm 2019 (đơn vị: 1000 USD)**

	Nhập khẩu	Xuất khẩu
China	75586138	41434238
Hàn Quốc	46941929	19729245
Nhật Bản	19532763	20426602
Hoa Kỳ	14376811	61403966
Khu vực EU	14906269	41546617
Thế giới	253442016	264610323
Tổng	171343910	184540668
Tỷ trọng	0.6760675	0.6974054

*Nguồn: Trademap.org*

Theo bảng thống kê số liệu xuất-nhập khẩu của các đối tác thương mại với Việt Nam, có thể thấy rằng tổng tỷ trọng xuất khẩu và nhập khẩu của các quốc gia/khu vực này đạt trên 50% so với thế giới. Cho nên, việc sử dụng mẫu nghiên cứu gồm 5 đồng tiền này là một lựa chọn phù hợp đại diện cho tổng thể.

Chênh lệch lãi suất ở đây dùng chênh lệch lãi suất hằng ngày liên ngân hàng 3 tháng (3-month interbank rate) của châu Âu, Mỹ, Nhật Bản (EURIBOR, Lãi suất quỹ liên bang

Hoa Kỳ, TIBOR), lãi suất liên ngân hàng Việt Nam (VNIBOR) được lấy từ các trang web của các NHTW và Cục dữ trữ liên bang.

Dựa trên nghiên cứu của Eugenio và cộng sự (2019), nhóm tác giả cũng sử dụng các yếu tố tài chính vĩ mô, gồm tính thanh khoản của thị trường ngoại hối (được tính bằng chênh lệch giá hỏi mùa và giá chào bán), chỉ số VIX và chỉ số sức mạnh của đồng Việt Nam (chỉ số VND theo trọng số thương mại). Dữ liệu 2 yếu tố tính thanh khoản của thị trường ngoại hối được tính bằng chênh lệch giá BID-ASK và chỉ số VIX được thu thập ở website investing.com. Đối với chỉ số sức mạnh của đồng Việt Nam, hay còn gọi là chỉ số đồng Việt Nam tỷ trọng thương mại (Trade Weighted Vietnam Dong Index), được công bố bởi công ty chứng khoán Biển Việt (CBV) kết hợp với Công ty TNHH Chứng khoán và Đầu tư Woori (Hàn Quốc). VND-Index được tính bằng trung bình nhân của tỷ giá danh nghĩa giữa các đồng tiền của các đối tác thương mại chính của Việt Nam đối với đồng Việt Nam. Trọng số của từng giá trị ngoại tệ được dựa trên số liệu trao đổi thương mại (dữ liệu xuất nhập khẩu được lấy từ trang web của Bộ Công Thương).

### 3.2. Phương pháp nghiên cứu

Dựa trên nguồn dữ liệu thứ cấp thu thập được, nhóm tác giả sử dụng phương pháp Pooled Mean Group (PMG). PMG được sử dụng khi dạng dữ liệu có N và T chênh lệch nhau quá lớn, trong trường hợp  $N > T$  thì GMM là phương pháp hiệu quả để ước lượng. Tuy nhiên, với bộ dữ liệu theo tuần mà đối tượng nghiên cứu ở đây chỉ có 5 cặp tỷ giá ( $T > N$ ), hiệu quả của kết quả ước lượng sẽ yếu đi. Để khắc phục các hạn chế trên, nghiên cứu sẽ sử dụng phương pháp PMG.

Mô hình hồi quy Pooled Mean Group được phát triển bởi Pesaran và Smith (1995), Pesaran (1997), Pesaran và cộng sự (1999). Mô hình PMG có dạng:

$$\Delta Y_{it} = \sum_{j=1}^{p-1} \gamma_j^i \Delta Y_{i,t-j} + \sum_{j=0}^{q-1} \delta_j^i \Delta X_{i,t-j} + \varphi^i [Y_{i,t-j} - \{\beta_0^i + \beta_1^i X_{i,t-j}\}] + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

- $\varepsilon_{it} = \lambda_i + \lambda_t + v_{it}$  là sai số trong mô hình
- $\gamma_j$  và  $\delta_j$  là hệ số ước lượng ngắn hạn
- $\beta_0$  và  $\beta_1$  là hệ số ước lượng dài hạn
- $\varphi$  là tốc độ điều chỉnh về cân bằng

Bằng việc sử dụng phương pháp PMG và dựa trên nghiên cứu của Avdjiev và cộng sự (2017), mô hình nghiên cứu được đề xuất như sau:

$$(f_{t,t+n} - S_t) = \alpha_s + \beta_s (r_{t,t+n} - r_{t,t+n}^*) + \delta_s \text{VNDINDEX}_t + \gamma_s \ln(\text{VIX}_t) + \eta_s (\text{BID-ASK}_t) + \varepsilon_{st} \quad (1)$$

Trong đó:

- $f_{t,t+n}-s_t$  là chênh lệch tỷ giá kỳ hạn và tỷ giá giao ngay của từng cặp tiền tệ nước ngoài so với VND;
- $r_{t,t+n}-r^*_{t,t+n}$  là chênh lệch lãi suất liên ngân hàng Việt Nam (VNIBOR) so với lãi suất liên ngân hàng nước ngoài;
- VNDINDEX là chỉ số VND theo trọng số thương mại và được tính bằng trung bình nhân của tỷ giá danh nghĩa giữa các đồng tiền của các đối tác thương mại chính của Việt Nam đối với đồng Việt Nam. Trọng số của từng giá trị ngoại tệ được dựa trên số liệu trao đổi thương mại.
- $\ln(VIX)$  là ln chỉ số VIX (chỉ số đo lường biến động chung trong thị trường chứng khoán);
- BID-ASK là tính thanh khoản của thị trường ngoại hối được tính bằng chênh lệch giá hỏi mua và giá chào bán.

#### 4. Kết quả và thảo luận

**Bảng 2: Thống kê mô tả các biến trong mô hình**

<i>Variable</i>	<i>Số quan sát</i>	<i>Trung bình</i>	<i>Độ lệch chuẩn</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
f-s	180	-34.8422	54.3017	-224.4820	12.5774
r-r*	180	1.6090	0.9602	-0.8274	3.9859
VNDINDEX	180	2.8798	0.0101	2.8698	2.9044
lnVIX	180	3.1624	0.2500	2.7824	3.7553
BID-ASK	180	53.4567	83.6427	0.0037	506.1286

*Nguồn: Tính toán từ dữ liệu nghiên cứu*

Bảng thống kê mô tả cho ta thấy cái nhìn tổng quan về dữ liệu nghiên cứu trong giai đoạn khủng hoảng do COVID-19. Dữ liệu nghiên cứu gồm 180 quan sát, đại diện cho 36 tuần giao dịch của 5 cặp đồng tiền. Giá trị trung bình của r-r\* là 1.6090, cho thấy trong giai đoạn này mức cắt giảm lãi suất của Việt Nam thấp hơn nhiều so với mức giảm của lãi suất Hoa Kỳ, nên giá trị trung bình của chênh lệch lãi suất liên ngân hàng tăng là hợp lý. Chênh lệch tỷ giá kỳ hạn và giao ngay dao động từ -224.482 đến 12.5774, sự dao động lớn này do sự khác nhau về tỷ giá của các đồng tiền so với Việt Nam. Tương tự, biến tính thanh khoản của thị trường ngoại hối (BID-ASK) dao động từ 0.0037 đến 506.1286; nguyên nhân cũng do sự khác nhau giữa tỷ giá của các cặp đồng tiền so với Việt Nam. Nhìn chung, có thể thấy rằng có sự gia tăng về chỉ số VIX, VNDINDEX và BID-ASK trong thời kỳ khủng hoảng do COVID-19.

**Bảng 3: Ma trận hệ số tương quan**

	f-s	r-r*	VNDINDEX	lnVIX	BID-ASK
f-s	1.0000				
r-r*	0.2213	1.0000			
VNDINDEX	0.2011	-0.0142	1.0000		
lnVIX	0.0932	0.0197	0.2035	1.0000	
BID-ASK	-0.7402	0.0278	-0.1239	-0.0080	1.0000

*Nguồn: Tính toán từ dữ liệu nghiên cứu*

Dựa vào bảng ma trận hệ số tương quan, có thể thấy rằng các biến chênh lệch lãi suất liên ngân hàng, biến chỉ số VND theo trọng số thương mại và biến chỉ số VIX đều có mối quan hệ cùng chiều với f-s. Biến tính thanh khoản của thị trường ngoại hối có tác động âm đến chênh lệch tỷ giá kỳ hạn và giao ngay, và tác động mạnh nhất trong tất cả các biến trong mô hình với hệ số ước lượng là -0.7402.

Tiếp theo, các tác giả thực hiện kiểm định tính dừng cho mẫu nghiên cứu. Kết quả cho thấy không có biến nào dừng ở bậc 0 (p-value >10%). Cho nên để đảm bảo tính dừng của chuỗi thời gian, nghiên cứu sử dụng sai phân của các biến.

Dù dữ liệu đều đồng nhất về bậc dừng tuy nhiên việc kiểm định đồng liên kết cho mô hình là rất cần thiết bởi tính quan trọng của nó, vì bỏ qua việc xét đến đồng liên kết nhiều mô hình hồi quy dữ liệu bảng như GMM, có thể cho ra kết quả ước lượng bị chệch. Ở đây, tác giả sử dụng kiểm định đồng liên kết (Pedroni, 1999) để kiểm định mối quan hệ đồng tích hợp này. Kết quả cho thấy với mức ý nghĩa 5%, mô hình xảy ra hiện tượng đồng liên kết.

**Bảng 4: Kết quả kiểm định đồng liên kết**

	T_Statistic	p-value
Modified Phillips-Perron t	-2.1312	0.0165
Phillips-Perron t	-9.1676	0.0000
Augmented Dickey-Fuller t	-4.5365	0.0000

*Nguồn: Tính toán từ dữ liệu nghiên cứu*

Vì vậy, sử dụng mô hình ước lượng DFE và PMG sẽ phù hợp cho dữ liệu nghiên cứu không đồng nhất về bậc dừng của đơn vị bảng, cũng như có hiện tượng đồng liên kết. Tuy nhiên, để lựa chọn mô hình phù hợp cho bài nghiên cứu này, các tác giả sử dụng kiểm định Hausman để đánh giá và lựa chọn. Giả thuyết  $H_0$  : “sai phân trong các hệ số ước lượng là không có tính hệ thống”, nếu bác bỏ giả thuyết  $H_0$  sẽ dùng mô hình DFE,



nếu chấp nhận giả thuyết không thì dùng mô hình PMG để ước lượng. Kết quả cho thấy rằng với mức ý nghĩa 5% mô hình PMG là phù hợp.

**Bảng 5: Kết quả ước lượng bằng PMG**

	[1]	[2]	[3]	[4]
<b>LONG-RUN</b>				
r-r*	5.872*** [40.34]	23.9 [1.05]	134.3*** [7.98]	4.290*** [23.74]
VNDINDEX		-749.4 [-0.75]	4824.4*** [9.09]	136.7*** [14.38]
lnVIX			56.53*** [4.42]	0.937*** [2.65]
BID-ASK				0.00109 [0.01]
<b>SHORT-RUN</b>				
__ec	-0.216* [-1.76]	-0.103 [-1.03]	-0.109 [-1.34]	-0.213* [-1.92]
D.r-r*	1.979 [0.91]	2.35 [0.86]	-23.70* [-1.71]	-3.714 [-0.68]
D.VNDINDEX		689.5 [1.17]	-499.8 [-1.35]	203.3 [0.87]
D.lnVIX			22.39 [1.08]	16.97 [1.07]
D.BID-ASK				3.995 [0.98]
_cons	-8.992 [-1.01]	213.5 [1.03]	-1559.2 [-1.34]	-92.93* [-1.78]
N	180	180	180	180

\*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

*Nguồn: Tính toán từ dữ liệu nghiên cứu*

Bảng kết quả ước lượng bằng phương pháp PMG được chia làm 2 phần chính là tính động ngắn hạn (short-run) và tính động dài hạn (long-run). Cụ thể, trong ngắn hạn, biến ec có ý nghĩa thống kê ở mức 10% và có hệ số ước lượng âm, điều này chứng tỏ tồn tại của hiện tượng đồng liên kết. Ngoài ra, với hệ số ước lượng ec -0.1737 có giá trị tuyệt đối nhỏ và nghiên cứu sử dụng dữ liệu theo tuần, điều này có nghĩa tốc độ điều chỉnh về cân bằng trong dài hạn chậm. Cụ thể, nếu các biến độc lập trong mô hình thay đổi 1%, biến chênh lệch tỷ giá kỳ hạn và giao ngay sẽ tự điều chỉnh về cân bằng 0.1737% trong 1 tuần, trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi. Trong dài hạn biến BID-ASK và

lnVIX không có ý nghĩa thống kê. Ngoài ra, nghiên cứu sử dụng 4 mô hình khác nhau để kiểm định tính vững về chiều các tác động (robustness check). Kết quả cho thấy, trong dài hạn hệ số ước lượng của chênh lệch lãi suất mang dấu dương ở tất cả trường hợp có ý nghĩa thống kê, hệ số ước lượng của VNDINDEX dương trong tất cả trường hợp có ý nghĩa thống kê và hệ số của lnVIX dương ở các trường hợp có ý nghĩa thống kê. Do đó, nghiên cứu kết luận rằng chiều tác động của các yếu tố trong mô hình là vững.

Cụ thể hơn,  $r-r^*$  tăng lên 1%,  $f-s$  sẽ điều chỉnh tăng thêm 4.1722% với mức ý nghĩa 1% trong điều kiện các yếu tố khác không thay đổi. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Eugenio và cộng sự (2019), cho rằng chênh lệch lãi suất liên ngân hàng trong thời kỳ khủng hoảng tài chính toàn cầu (GFC) có tương quan cùng chiều với độ lệch ngang giá lãi suất. Thực tế cũng cho thấy, do COVID-19 đã ảnh hưởng khá nặng nề lên mọi khía cạnh của nền kinh tế năm 2020, nên việc giao dịch đồng VND không còn diễn ra mạnh mẽ như những năm trước đó. Tại thời điểm khủng hoảng, rủi ro tín dụng tăng lên làm các giao dịch đồng VND giảm xuống và có xu hướng chỉ giao dịch kỳ hạn qua đêm. Ngoài ra, sự điều chỉnh cắt giảm lãi suất của Việt Nam không quá nhiều so với các nước phát triển như Mỹ và Anh, nên đã làm tăng chênh lệch lãi suất, đồng thời làm tăng độ lệch ngang giá lãi suất. Cụ thể, tháng 3/2020, Fed thông báo cắt giảm lãi suất lần thứ 2 trong hoàn cảnh dịch bệnh đang lan ra nhiều tiểu bang ở Mỹ, Fed hạ lãi suất một điểm phần trăm xuống biên độ mục tiêu 0-0.25%; trong khi đó, tháng 7/2020 NHNN Việt Nam giảm lãi suất tái cấp vốn từ 6.5% xuống 6.25%/năm; lãi suất tái chiết khấu từ 4.5% xuống 4.25%/năm; lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt vốn trong thanh toán bù trừ của NHNN đối với các ngân hàng từ 7.5% xuống 7.25%/năm. Như vậy, khi Fed giảm lãi suất xuống mức tối đa 0.25%, Việt Nam chỉ giảm khoảng 0.25%.

Liên quan đến chỉ số sức mạnh đồng tiền, hệ số ước lượng của VNDINDEX trong giai đoạn khủng hoảng lại mang dấu dương. Điều này có thể được lý giải ở giai đoạn khủng hoảng do COVID19, các NHTW và NHNN đã cùng chung tay thực hiện cắt giảm lãi suất đồng loạt, đã làm hiệu ứng của kênh gián tiếp mạnh hơn kênh trực tiếp. Kênh trực tiếp là khi tăng VNDINDEX sẽ làm tăng chi phí vay tổng hợp, nghĩa là người nước ngoài sẽ phải dùng nhiều ngoại tệ để đổi sang VND, điều này làm giảm động lực vay VND, tỷ giá giao ngay giảm và chênh lệch kỳ hạn sẽ tăng. Kênh gián tiếp là VNDINDEX tác động đến lãi suất. Cụ thể, khi đồng tiền trở nên mạnh hơn, dẫn đến tăng chi phí vay tổng hợp thông qua thị trường hoán đổi, NHNN đã điều chỉnh giảm lãi suất để thu hút vốn vay. Tác động thông qua kênh này sẽ làm tăng độ lệch ngang giá lãi suất.

## 5. Kết luận và một số khuyến nghị

Nhờ những bước tiến mạnh mẽ trong quá trình hội nhập, thị trường ngoại hối Việt Nam cũng phát triển nhanh chóng và độ lệch ngang giá lãi suất có phòng ngừa là vấn đề các nhà đầu tư quan tâm ngày càng nhiều. Tuy nhiên để có thể xem xét độ lớn của độ lệch ngang giá lãi suất có phòng ngừa, các tác giả sử dụng phương pháp PMG để hồi quy mẫu dữ liệu của 5 cặp tỷ giá với đồng VND (Nhân dân tệ, KRW, USD, Euro và Yên Nhật) để ước lượng kết quả cùng với sử dụng các loại kiểm định để kiểm tra tính tin cậy của kết quả từ phương pháp ước lượng Pooled Mean Group.

Căn cứ vào kết quả nghiên cứu được trình bày ở phần trên, có thể thấy chênh lệch lãi suất có tác động dương đến chênh lệch tỷ giá kỳ hạn và giao ngay; hầu hết yếu tố tài chính vĩ mô đều có ý nghĩa thống kê và tác động đến chênh lệch tỷ giá kỳ hạn và giao ngay trong dài hạn và không có tính động trong ngắn hạn; sự xuất hiện của dịch bệnh COVID-19 đã làm thay đổi các yếu tố tài chính vĩ mô và thay đổi mức độ tác động của chúng lên độ lệch ngang giá lãi suất. Nhìn chung, năm 2020 thị trường ngoại hối Việt Nam không đạt trạng thái ngang giá lãi suất có phòng ngừa. Nguyên nhân dẫn sự xuất hiện bền vững của độ lệch ngang giá lãi suất bắt nguồn từ dịch COVID-19 và từ các chính sách của chính phủ đối với thị trường ngoại hối. Ngoài ra, căn cứ vào dấu tác động của các yếu tố ảnh hưởng đến chênh lệch tỷ giá kỳ hạn và giao ngay, nhóm tác giả đưa ra một số khuyến nghị nhằm giảm thiểu độ lệch và phục hồi nền kinh tế.

(i) *Duy trì mức lãi suất thấp*: Đây là một trong những giải pháp hiệu quả nhất trong tình hình khủng hoảng do COVID-19.

Theo kết quả nghiên cứu, nhóm tác giả nhận thấy rằng chênh lệch lãi suất liên ngân hàng và chênh lệch tỷ giá có mối quan hệ thuận chiều. Theo lý thuyết về ngang giá lãi suất, khi chênh lệch lãi suất tăng, chênh lệch tỷ giá kỳ hạn và giao ngay sẽ phải tăng theo để bù đắp phần lợi nhuận các nhà đầu tư arbitrage có thể kiếm được. Như vậy, khi Chính phủ và NHNN thực hiện cắt giảm lãi suất, chênh lệch lãi suất giữa Việt Nam và các lãi suất của các quốc gia khác sẽ giảm, điều đó làm độ lệch ngang giá lãi suất giảm.

Ngoài ra, chính sách cắt giảm lãi suất còn có ưu điểm khác trong giai đoạn kinh tế khủng hoảng, là hỗ trợ vốn cho các doanh nghiệp. Thực tế, ngày 7/7/2020, NHNN đã đưa ra quyết định cắt giảm lãi suất để hỗ trợ nguồn vốn cho các doanh nghiệp tiếp tục hoạt động kinh doanh.

Vì tính hiệu quả của giải pháp cắt giảm lãi suất, nên để hỗ trợ các doanh nghiệp phục hồi hậu khủng hoảng, thiết nghĩ NHNN sẽ tiếp tục duy trì mức lãi suất thấp này.

(ii) *Điều chỉnh sức mạnh đồng tiền*

Thông qua kết quả ước lượng, hệ số của VNDINDEX dương và có ý nghĩa thống kê, điều này cho thấy sự tăng lên về sức mạnh của đồng tiền sẽ dẫn đến độ lệch được mở rộng. Như vậy, NHNN có thể thực hiện các chính sách can thiệp để ổn định tỷ giá bằng cách mua - bán ngoại tệ

(iii) *Trấn an các nhà đầu tư*

Kết quả thực nghiệm của bài nghiên cứu này cho thấy, hệ số ước lượng của lnVIX giai đoạn tương đối cao. Điều này cho thấy tác động mạnh mẽ về sự lo lắng của các nhà đầu tư (đặc biệt là nhà đầu tư nước ngoài) đến độ lệch ngang giá lãi suất. Khi thị trường đang bất ổn do khủng hoảng, nỗi sợ hãi của nhà đầu tư sẽ ảnh hưởng đến tâm lý và hành vi giao dịch và các nhà đầu tư sẽ có xu hướng bán các chứng khoán đang sở hữu và chuyển tiền đến những nơi được gọi là thiên đường trú ẩn tiền tệ như Thụy Sĩ và Nhật Bản. Vì thế, một trong những giải pháp có thể áp dụng trong và sau thời kỳ khủng hoảng là trấn an nhà đầu tư và người gửi tiền. Cụ thể, tăng tỷ lệ an toàn vốn của các NHTM; tăng tỷ suất sinh lời trên mỗi cổ phần của các công ty nhằm bù đắp sự tăng lên của rủi ro; ban hành các gói cứu trợ để trấn an nhà đầu tư là doanh nghiệp

(iv) *Các giải pháp khác*

Ngoài các giải pháp trên, sự sai lệch của ngang giá lãi suất do chi phí giao dịch, rào cản dòng vốn quốc tế, rủi ro chính trị. Cụ thể, tăng cường hỗ trợ các nhà đầu tư bằng cách giảm chi phí giao dịch các hợp đồng kỳ hạn; nới lỏng các chính sách kiểm soát vốn và tăng cường mở cửa thương mại; tăng cường thực hiện các biện pháp thu hút nguồn vốn FDI; củng cố, bảo đảm và cải thiện thể chế chính trị và các khu vực quản lý công.

**Tài liệu tham khảo**

- Akram, Q. F., Rime, D., & Sarno, L. (2008). Arbitrage in the foreign exchange market: Turning on the microscope. *Journal of International Economics*, 76(2), 237-253.
- Avdjiev, S., Du, W., Koch, C., & Shin, H. S. (2017). The dollar, bank leverage and the deviation from covered interest parity. BIS Working Paper
- Du, W., Hébert, B., & Wang Huber, A. (2019). Are intermediary constraints priced? NBER Working Paper 26009.
- Du, W., Tepper, A., & Verdelhan, A. (2018). Deviations from Covered Interest Rate Parity. *Journal of Finance*, 73(3), 915-957.
- Eugenio M. Cerutti, Maurice Obstfeld, Haonan Zhou (2019). Covered interest parity deviations: Macroeconomic determinants. IMF Working Paper No. 19/14.
- Keynes, J. M. (1923). A Tract on Monetary Reform. London: Macmillan.
- Pedroni, P. (1999). Critical values for cointegration tests in heterogeneous panels with multiple regressors. *Oxford. B. Econ. Stat.*, 61 (1999), pp. 653-670.

doi: 10.1111/1468-0084.0610s1653.

Pesaran H. and R. Smith (1995). Estimating Long-Run Relationships from Dynamic Heterogeneous Panels. *Journal of Econometrics*, 68, 79-113.

Pesaran H., (1997). The Role of Econometric Theory in Modeling the Long Run. *Economic Journal*, 107(1), 178-191.

Pesaran H., Y. Shin, and R. Smith (1999). Pooled Mean Group Estimation of Dynamic Heterogeneous Panels. *Journal of the American Statistical Association*, 94, 621-634.

Trần Ngọc Thơ và Nguyễn Ngọc Định (2013). Giáo trình Tài Chính Quốc Tế. Nhà xuất bản Kinh Tế Thành phố Hồ Chí Minh.

# 36.

## VỐN ĐẦU TƯ TRỰC TIẾP NƯỚC NGOÀI TRÊN ĐỊA BÀN TỈNH VĨNH PHÚC TRƯỚC TÁC ĐỘNG CỦA ĐẠI DỊCH COVID - 19

Ngô Thái Hà\*

Nguyễn Đức Khiêm\*\*

### Tóm tắt

*Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) là nguồn bổ sung quan trọng cho đầu tư phát triển, góp phần khai thác và nâng cao hiệu quả sử dụng các nguồn lực trong nước nói chung, ở mỗi địa phương nói riêng, tạo thế và lực mới cho việc phát triển nền kinh tế nhanh và bền vững. Bài viết trình bày thực trạng nguồn vốn FDI, phân tích tác động của đại dịch Covid-19 đến thu hút dòng vốn FDI trên địa bàn tỉnh trong thời gian qua. Qua đó, trình bày quan điểm và giải pháp thu hút nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài trong bối cảnh mới nhằm nâng cao hiệu quả thu hút nguồn vốn FDI phục vụ quá trình phát triển kinh tế - xã hội của tỉnh Vĩnh Phúc trước tác động của đại dịch Covid-19 và những năm tiếp theo.*

**Từ khóa:** Môi trường đầu tư, phát triển kinh tế, đầu tư trực tiếp nước ngoài.

### 1. Mở đầu

Sự bùng phát dịch Covid-19 đã đưa đến những thách thức chưa từng có, được dự báo sẽ có những tác động đáng kể đến sự phát triển nền kinh tế toàn cầu. Bởi vậy, các kịch bản và dự đoán liên quan đến các tác động đối với kinh tế Việt Nam cũng tương quan với các tác động đối với kinh tế của các quốc gia trên thế giới sau đợt bùng phát đại dịch Covid-19. Điểm đáng chú ý, nền kinh tế Việt Nam có mối liên kết lớn mạnh và ngày càng tăng với các nền kinh tế khác, thông qua thương mại và đầu tư. Trong đó, động lực quan trọng cho sự tăng trưởng và phát triển kinh tế của nước ta nói chung, ở mỗi tỉnh, thành nói riêng là dòng vốn FDI. Hơn hai thập niên, sau ngày tái lập tỉnh, Vĩnh Phúc đã đạt được những thành tựu nhất định trong thu hút nguồn vốn FDI. Khu vực vốn FDI ngày càng khẳng định vai trò quan trọng đối với phát triển kinh tế - xã hội của tỉnh. Tuy nhiên, trước tác động khó lường của

\* Trường Đại học Sư phạm Hà Nội

\*\* Trường Cao Đẳng Vĩnh Phúc | Email liên hệ: [nguyenduckhiem81@gmail.com](mailto:nguyenduckhiem81@gmail.com)

đại dịch Covid-19, cộng đồng quốc tế nói chung, mỗi quốc gia nói riêng, trong đó có Vĩnh Phúc đã đưa ra nhiều kịch bản nhằm tìm phương án tối ưu để phát triển kinh tế, đảm bảo các vấn đề an sinh xã hội.

## **2. Nội dung nghiên cứu**

### **2.1. Tác động của dịch Covid-19 đến thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài trên địa bàn tỉnh Vĩnh Phúc**

Đại dịch Covid-19 xảy ra ở Trung Quốc đã nhanh chóng lây lan và đang tác động mạnh mẽ đến mọi mặt của đời sống xã hội, đặc biệt là tác động đến nền kinh tế toàn cầu. Ngày 11-3-2020, WHO chính thức tuyên bố Covid-19 là đại dịch toàn cầu. Đến nay, khi dịch tại Trung Quốc tạm lắng xuống, thế giới lại phải hứng chịu làn sóng bùng phát của dịch “giai đoạn 2”, thậm chí còn tác động mạnh hơn so với “giai đoạn 1” từ Trung Quốc. Hiện nay, dịch có diễn biến khó lường, nhiều nền kinh tế hàng đầu đã trở thành ổ dịch mới và có diễn biến rất phức tạp như: Mỹ, EU (Italia, Tây Ban Nha, Pháp, Đức), Anh, Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Đông (Iran)... Tính đến ngày 28-9-2020, dịch bệnh đã lây lan tới 215 quốc gia, vùng lãnh thổ (trong đó có 2 tàu du lịch) ghi nhận ca mắc Covid-19, số tử vong vì Covid-19 đã vượt 1 triệu người, hơn 24 triệu người đã khỏi bệnh. Tại châu Á, Ấn Độ là quốc gia có số ca mắc nhiều nhất châu lục với hơn 6 triệu người. Việt Nam đứng thứ 165 quốc gia, vùng lãnh thổ trên thế giới về số ca mắc bệnh [4]. Tính đến hết ngày 3-3-2021, toàn thế giới đã ghi nhận 115.722.872 ca nhiễm virus SARS-CoV2 gây bệnh Covid-19, trong đó có 2.569.926 ca tử vong. Số bệnh nhân được điều trị khỏi bệnh là 91.373.522 người. Quốc gia chịu ảnh hưởng nghiêm trọng nhất là Mỹ với 531.296 ca tử vong trong tổng số 29.443.219 ca mắc Covid-19, tiếp đến là Ấn Độ với 157.471 ca tử vong trong số 11.156.748 ca mắc Covid-19, Brazil ở vị trí thứ 3 với 259.271 ca tử vong trong số 10.718.630 bệnh nhân. Hiện Brazil đang đối mặt với làn sóng dịch bệnh mới trong khi các hệ thống y tế đang đứng trước nguy cơ quá tải [8]. Số liệu trên là tín hiệu đáng mừng về những nỗ lực của cộng đồng quốc tế trong việc khống chế sự lây lan của đại dịch Covid-19. Tuy nhiên, diễn biến dịch tại nhiều nước, đặc biệt là Brazil và châu Âu vẫn hết sức phức tạp. Nhiều quốc gia và thành phố lớn trên thế giới phải áp dụng quyết liệt các biện pháp cách ly, phong tỏa, giãn cách xã hội, làm nhiều hoạt động kinh tế bị đình trệ. Các tổ chức và chuyên gia y tế đều chưa xác định được đỉnh dịch ngoài Trung Quốc và chưa thể xác định được khi nào dịch bệnh sẽ được kiểm soát và kết thúc. Có thể thấy mức độ ảnh hưởng của dịch bệnh vẫn tiếp tục trầm trọng, làm gián đoạn chuỗi cung ứng, sản xuất và tiêu thụ toàn cầu.

Dịch Covid-19 đã và đang ảnh hưởng sâu, rộng tới mọi lĩnh vực của đời sống kinh tế xã hội, kéo theo hàng loạt vấn đề mà các khu vực kinh tế đang phải đối mặt như: Thiếu

hụt nguồn vốn cho sản xuất kinh doanh, thị trường cung - cầu trong nước bị thu hẹp, hoạt động xuất, nhập khẩu bị đình trệ... Đó là những khó khăn chung của cả nền kinh tế thế giới và Việt Nam. Thị trường tiêu thụ bị thu hẹp đang là vấn đề quan tâm hàng đầu của đại bộ phận doanh nghiệp ở nước ta hiện nay. Đây là hệ quả tất yếu khi đại dịch bùng phát, người dân Việt Nam và các nước thuộc thị trường xuất khẩu truyền thống của nước ta: Mỹ, Trung Quốc, EU, Nhật... phải thực hiện giãn cách xã hội, lao động mất việc làm, thu nhập giảm sút nên nhu cầu tiêu thụ giảm mạnh. Trong các báo cáo chính thức, tất cả các tổ chức quốc tế đều tỏ ra bi quan về triển vọng tăng trưởng kinh tế toàn cầu thời gian tới trong bối cảnh ảnh hưởng của đại dịch Covid-19. JPMorgan (4-2020) dự báo nền kinh tế thế giới sẽ mất 5,5 nghìn tỷ USD, tương đương 8% GDP vào cuối năm 2021. IMF (4-2020) dự báo kinh tế toàn cầu có thể phải trải qua cuộc khủng hoảng tài chính tồi tệ nhất kể từ cuộc đại suy thoái diễn ra vào những năm 1930. IMF dự báo tốc độ tăng trưởng của kinh tế thế giới sẽ ở mức (-3%) trong năm 2020, và phục hồi mạnh mẽ ở mức 5,8% vào năm 2021. Tất cả các nền kinh tế phát triển đều có mức suy giảm nghiêm trọng và tốc độ tăng trưởng âm trong năm 2020, ở mức (-6,1%), nhưng phục hồi mạnh mẽ trong năm 2021 lên mức 4,5%. Tăng trưởng của các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển được dự báo cũng sẽ bị suy giảm, song ở mức độ nhẹ hơn, và sẽ phục hồi tốt vào năm 2021; riêng các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển ở khu vực châu Á vẫn duy trì được mức tăng trưởng dương (1% năm 2020) và phục hồi ở mức 8,5% năm 2021, trong đó Trung Quốc tăng trưởng ở mức 1% trong năm 2020 và 9,2% trong năm 2021, Ấn Độ 1,9% (2020) và 7,4% (2021), ASEAN -0,6% (2020) và 7,8% (2021). Đặc biệt, trong báo cáo mới nhất (6-2020), OECD cho rằng triển vọng kinh tế toàn cầu tương ứng với hai kịch bản: Một là dịch bệnh được kiểm soát; hai là làn sóng Covid-19 lần thứ hai trong năm 2020. Theo đó, với kịch bản thứ nhất, trong trường hợp dịch bệnh được kiểm soát, nền kinh tế thế giới sẽ giảm 6% trong năm 2020 và tăng 5,2% trong năm nay. Ở trường hợp thứ hai, làn sóng Covid-19 lần thứ 2 tấn công, các số liệu cho nền kinh tế toàn cầu sẽ là âm 7,6% trong năm 2020 và cộng thêm 2,8% vào năm 2021. OECD dự báo kinh tế Mỹ có thể tăng trưởng âm 7% trong năm 2020, còn khu vực Eurozone tăng trưởng âm 9%. Kinh tế Italia, Pháp và Anh có thể suy giảm tăng trưởng đến hơn 11% [1]. OECD cũng nhấn mạnh không có quốc gia nào có thể mong đợi sự phục hồi kinh tế mạnh mẽ theo một trong hai kịch bản.

Trong dự báo mới đây nhất của Trung tâm Thông tin và Dự báo kinh tế - xã hội quốc gia dựa trên mô hình NIGEM, tốc độ tăng trưởng thế giới sau khi giảm mạnh trong Quý II do tác động của dịch Covid 19 (dự kiến -11,85%) sẽ chậm dần xuống (-2%) trong Quý III-2020 và bắt đầu phục hồi trở lại từ Quý IV-2020 với mức tăng trưởng 1,2%. Trung Quốc dự báo sẽ phục hồi sớm hơn các nước khác khoảng một quý, đạt tốc độ tăng trưởng dương 5,3% và 7,5% trong các quý III và IV-2020. Các nền kinh tế chủ chốt được dự báo



sẽ cải thiện dần trong 2 quý cuối cùng của năm 2020. Cụ thể, kinh tế Mỹ dự báo (-4,2%) trong Quý III và (-0,93%) trong Quý IV-2020, kinh tế Nhật Bản dự báo sụt giảm lần lượt (-5,6%) và (-1,32%); châu Âu (-5,7%; -2,85%) trong các Quý III, IV-2020. Đặc biệt, tăng trưởng của Singapore dự kiến ảnh hưởng nặng nề trong Quý II-2020, tuy nhiên cũng được dự báo sẽ phục hồi nhanh chóng ở mức 4,32 và 11,81% trong Quý III và IV-2020. Điều này được thể hiện ở bảng số liệu sau:

**Bảng 1: Tăng trưởng kinh tế thế giới theo quý năm 2020 (% , so với cùng kỳ năm trước)**

TT		Thế giới	Mỹ	Châu Âu	Nhật Bản	Trung Quốc	Hàn Quốc	Singapore	Indônêxia
1	Quý III	- 2,01	- 4,22	- 5,70	- 5,60	5,28	- 1,90	4,32	- 0,95
2	Quý IV	1,27	- 0,93	- 2,85	- 1,32	7,49	- 1,38	11,81	- 2,79
3	Cả năm	- 3,54	- 5,48	- 5,73	- 6,29	2,10	- 2,59	- 5,43	- 2,77

*Dự báo của NCIF trên cơ sở mô hình NIGEM.*

*Nguồn: <http://-ncif.gov.vn-Pages/NewsDetail.aspx?newid=22171>*

Vĩnh Phúc là một trong những địa phương đi đầu cả nước trong việc tìm chế thành công dịch Covid-19 và không có ca nhiễm mới trong năm 2020, tuy nhiên, trước những diễn biến phức tạp của đại dịch Covid-19 trên toàn cầu đã làm cho các hoạt động sản xuất, kinh doanh bị đình trệ, gián đoạn chuỗi cung ứng và lưu chuyển thương mại, gây ảnh hưởng mạnh đến nền kinh tế của tỉnh. Kết quả thu hút vốn đầu tư năm 2020 của tỉnh Vĩnh Phúc đạt thấp so với năm 2019, trong đó vốn FDI đạt 500 triệu USD, với 30 dự án cấp mới và 45 dự án tăng vốn, bằng 43% so với năm 2019 và đạt 90,9% so với kế hoạch; vốn FDI dự kiến đạt 7.200 tỷ đồng, với 45 dự án cấp mới và 10 dự án tăng vốn, mặc dù đạt 130,9% so với kế hoạch năm song chỉ bằng 47% so với năm 2019 [6,tr.8]. Sự sụt giảm về số vốn thu hút đầu tư trong năm 2020 chủ yếu là do ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19 nên các nhà đầu tư từ nhiều thị trường truyền thống của tỉnh như Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc, Đài Loan... đã dừng triển khai tìm kiếm cơ hội đầu tư mới. Bên cạnh đó, do chính sách hạn chế nhập cảnh người nước ngoài vào Việt Nam dẫn đến nhiều doanh nghiệp thiếu hụt chuyên gia, người lao động trình độ cao khiến các doanh nghiệp này phải tạm ngừng sản xuất, cắt giảm lao động. Việc tuyển dụng lao động mới gặp khó khăn do tâm lý lo ngại dịch bệnh. Một số doanh nghiệp FDI đã giảm doanh thu, lợi nhuận dẫn đến thua lỗ, tạm ngừng hoạt động hoặc hoạt động cầm chừng. Nhiều dự án vệ tinh của Tập đoàn Samsung hoạt động trong lĩnh vực điện tử bị sụt giảm số lượng đơn đặt hàng, các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực dệt may có đối tác khách hàng tại Mỹ, các nước châu Âu cũng bị tạm dừng hoặc cắt giảm đơn hàng.

Đảng bộ và chính quyền tỉnh Vĩnh Phúc xác định: “Lấy phát triển công nghiệp làm nền tảng, phát triển dịch vụ, du lịch là mũi nhọn và coi nông nghiệp và phát triển nông thôn là nhiệm vụ quan trọng” [5,tr.102-107]. Vĩnh Phúc đã tập trung khai thác tiềm năng, lợi thế, phát huy mọi nguồn lực, đẩy mạnh cải cách thủ tục hành chính, tạo môi trường đầu tư kinh doanh cởi mở, thông thoáng có tính hấp dẫn và cạnh tranh nhằm kêu gọi, thu hút các nhà đầu tư trong và ngoài nước, coi đó là động lực chính để phát triển kinh tế - xã hội, tăng nguồn thu ngân sách, đầu tư phát triển hạ tầng giao thông, hạ tầng đô thị, nông thôn, nâng cao đời sống mọi mặt cho nhân dân. Với phương châm “Tất cả các nhà đầu tư đến Vĩnh Phúc đều là công dân của Vĩnh Phúc - Thành công của doanh nghiệp chính là thành công và niềm tự hào của tỉnh” [8,tr.3], Đảng bộ và các cấp chính quyền tỉnh Vĩnh Phúc luôn xác định doanh nghiệp là động lực phát triển, là đối tượng để phục vụ. Vì vậy, chính quyền luôn tạo mọi điều kiện thuận lợi cho các nhà đầu tư, các doanh nghiệp và các nhà đầu tư, các doanh nghiệp đều được bình đẳng trong tiếp cận nguồn lực đất đai, hạ tầng điện nước, ưu đãi thuế, đào tạo nghề và tuyển dụng lao động, tiếp cận vốn, thông tin liên lạc, quan tâm đào tạo lao động, đẩy mạnh nguồn kinh phí xây dựng nhà ở công nhân, nhà ở xã hội phục vụ cho người lao động.

Vĩnh Phúc đặt mục tiêu: “Tiếp tục đẩy mạnh công nghiệp hóa, hiện đại hóa, khai thác và sử dụng có hiệu quả các nguồn lực để phát triển nhanh và bền vững... Phấn đấu đến năm 2025 đưa Vĩnh Phúc trở thành tỉnh công nghiệp phát triển, thành một trong những trung tâm công nghiệp, dịch vụ, du lịch của vùng và cả nước, thu nhập thực tế bình quân đầu người cao hơn cả nước, đạt mức 80-85.000.000” [3,tr.63]. Đảng bộ tỉnh Vĩnh Phúc đã quyết liệt trong việc chỉ đạo tăng cường cải cách hành chính, đơn giản hóa các thủ tục hành chính và thực hiện nhiều nội dung hỗ trợ các dự án lớn trong quá trình triển khai, thực hiện dự án theo biên bản ghi nhớ. Công tác xúc tiến đầu tư, tạo môi trường đầu tư thuận lợi và giải quyết khó khăn, vướng mắc cho các nhà đầu tư, các doanh nghiệp trên địa bàn tỉnh được chú trọng và không ngừng nâng cao. Đây là kênh quan trọng nhất trong xúc tiến đầu tư, mục tiêu: Cải thiện môi trường đầu tư, thu hút mọi thành phần kinh tế đầu tư sản xuất kinh doanh, phấn đấu đạt chỉ tiêu đã được Nghị quyết Đại hội Đảng bộ tỉnh lần thứ XVII đề ra.

Đề án cải thiện môi trường đầu tư, nâng cao chỉ số năng lực cạnh tranh tỉnh Vĩnh Phúc giai đoạn 2016-2020, chỉ rõ: “Cải thiện môi trường đầu tư, thu hút mọi thành phần kinh tế đầu tư sản xuất kinh doanh, phấn đấu đạt chỉ tiêu đã được Nghị quyết Đại hội Đảng bộ tỉnh lần thứ XVI đề ra, cụ thể: Tốc độ tăng trưởng kinh tế bình quân giai đoạn 2016-2020 đạt 7-7,5%; tổng sản phẩm nội tỉnh đến 2020 bằng 1,5-2,0 lần so với năm 2015; Giai đoạn 2016-2020, thu hút mới 1,3-1,5 tỷ USD vốn đăng ký từ các dự án FDI và 14-15 nghìn tỷ đồng vốn đăng ký dự án FDI, phấn đấu đến năm 2020 có 10 nghìn doanh nghiệp” [9,tr.1]

và xác định: “Lấy cải cách thủ tục hành chính làm khâu đột phá” và nhấn mạnh: “Cải thiện môi trường đầu tư, nâng cao năng lực cạnh tranh là nhiệm vụ trọng tâm có tính chiến lược của tỉnh, chú trọng thu hút, phát triển doanh nghiệp lớn, có uy tín, năng lực sản xuất các sản phẩm chất lượng cao, không ảnh hưởng môi trường, khuyến khích đổi mới công nghệ sản xuất, kinh doanh, đáp ứng hội nhập quốc tế, thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội của tỉnh, đẩy mạnh xúc tiến thương mại nhằm phát triển nhanh và bền vững” [9, tr.18]. Với sự chỉ đạo quyết liệt của Đảng bộ và lãnh đạo tỉnh trong việc tập trung tháo gỡ khó khăn, tạo mọi điều kiện thuận lợi cho hoạt động sản xuất, kinh doanh, môi trường đầu tư kinh doanh của Vĩnh Phúc được cải thiện rõ rệt. Tỉnh đã nỗ lực thực hiện giảm thời gian giải quyết các thủ tục; vận hành hiệu quả Trung tâm hành chính công tỉnh, huyện, bộ phận một cửa, một cửa liên thông ở cấp xã và các sở, ngành; cung cấp dịch vụ công trực tuyến thông qua phần mềm ứng dụng cho bộ phận một cửa, phần mềm dịch vụ công trực tuyến, phần mềm ứng dụng quản lý văn bản; Tiếp tục duy trì chương trình “Cà phê doanh nhân” định kỳ vào chiều thứ 6 hằng tuần... Nhờ đó, chỉ số năng lực cạnh tranh của tỉnh những năm qua luôn ở trong tốp đầu của cả nước. Vĩnh Phúc đang dần hiện thực hóa mục tiêu trở thành tỉnh công nghiệp và hoàn thành khung đô thị cho thành phố Vĩnh Phúc trong tương lai, đưa Vĩnh Phúc trở thành một trong những trung tâm công nghiệp, dịch vụ, du lịch của khu vực Đồng bằng Sông Hồng và cả nước để cấu trúc lại nền kinh tế theo hướng phát triển bền vững.

Nhờ thu hút được dòng vốn FDI nên kinh tế của tỉnh có bước phát triển vượt bậc, tốc độ tăng trưởng kinh tế hàng năm luôn ở mức cao. Tổng sản phẩm trên địa bàn tỉnh (GRDP) năm 2019 tăng 8,05% so với năm 2018, đạt 118.398 tỷ đồng. Vĩnh Phúc là một trong số các địa phương có ca bệnh đầu tiên của cả nước, nền kinh tế với tỷ trọng khu vực FDI cao, đã và đang hội nhập sâu rộng, độ mở lớn, tính tự chủ và khả năng chống chịu còn hạn chế do đó đã chịu ảnh hưởng nặng bởi đại dịch. Trong bối cảnh đó, Tỉnh ủy, HĐND, UBND tỉnh đã quyết liệt chỉ đạo các cấp, các ngành tập trung thực hiện “mục tiêu kép” - vừa quyết liệt phòng chống dịch bệnh, vừa duy trì và phát triển các hoạt động kinh tế - xã hội, bảo đảm đời sống nhân dân. Triển khai kịp thời các cơ chế, chính sách của Chính phủ về hỗ trợ người dân, doanh nghiệp gặp khó khăn, đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công, bảo đảm trật tự, an toàn xã hội. Trong quý II, năm 2020 đại dịch bùng phát mạnh ở trong nước và trên thế giới, cả nước tập trung phòng chống dịch bằng các biện pháp cách ly, giãn cách xã hội đã ảnh hưởng nặng nề đến sản xuất kinh doanh của các ngành kinh tế. Bởi vậy, năm 2020, lần đầu tiên Vĩnh Phúc có mức tăng trưởng âm trong 6 tháng đầu năm trong 10 năm trở lại đây, giảm 0,05% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, từ đầu Quý III-2020, nhờ thực hiện các chính sách hỗ trợ kịp thời, đồng bộ của Chính phủ, các cấp, các ngành, kinh tế của tỉnh đã nhanh chóng phục hồi, đạt mức tăng

4,20% so cùng kỳ. Tính chung cả năm, tổng sản phẩm trên địa bàn tỉnh ước tăng 2,21%. Trong đó, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 2,88%; khu vực công nghiệp - xây dựng tăng 3,92%; khu vực dịch vụ tăng 0,32% so với cùng kỳ năm 2019. GRDP năm 2020 ước tăng 2,21% so với năm 2019, là mức tăng thấp nhất trong giai đoạn 2015-2020 [2,tr.17]. Dù có mức tăng trưởng chưa tương xứng với tiềm năng và lợi thế của địa phương, nhưng trong bối cảnh tác động mạnh mẽ của đại dịch Covid-19 thì mức tăng trưởng trên là động lực mạnh mẽ để Đảng bộ, cộng đồng doanh nghiệp và nhân dân Vĩnh Phúc nỗ lực phấn đấu trong năm 2021 và những năm tiếp theo nhằm đưa Vĩnh Phúc phát triển ngày càng giàu mạnh.

Năm 2020, thực hiện nhiệm vụ thu hút đầu tư trong bối cảnh đại dịch Covid-19, Sở Kế hoạch - Đầu tư đã chủ động phối hợp với Cục Đầu tư nước ngoài, Bộ Kế hoạch - Đầu tư tổ chức chương trình xúc tiến đầu tư trực tuyến bảo đảm tuân thủ chính sách giãn cách xã hội; thực hiện giảm thời gian cho các nhà đầu tư làm thủ tục thành lập doanh nghiệp, đăng ký kinh doanh qua mạng, công bố các thủ tục hành chính, các quy hoạch của tỉnh. Tổng vốn đầu tư thực hiện của khu vực FDI quý IV-2020 ước đạt 6.316,9 tỷ đồng, tăng 12,75% so với quý trước. Lũy kế cả năm ước đạt 18.983,3 tỷ đồng, tăng 11,38% so với năm 2019. Với sự hỗ trợ tích cực của tỉnh, Ban Quản lý Các KCN tỉnh đã tạo điều kiện thuận lợi giải quyết thủ tục nhập cảnh đối với các chuyên gia, nhà quản lý, lao động kỹ thuật cao người nước ngoài làm việc tại các doanh nghiệp trên địa bàn; đẩy mạnh cung cấp các dịch vụ, hỗ trợ nhà đầu tư, doanh nghiệp thực hiện thủ tục hành chính, đầu tư xây dựng nhà máy và hoạt động sản xuất, năm 2020, đã thực hiện cấp Giấy chứng nhận điều kiện đầu tư mới cho 02 dự án, trong đó: 01 dự án FDI với tổng vốn đầu tư đăng ký 500 nghìn USD và 01 dự án FDI với tổng vốn đầu tư đăng ký 100 tỷ đồng; điều chỉnh tăng vốn cho 07 lượt dự án FDI với tổng vốn đầu tư đăng ký tăng thêm 82,27 triệu USD. Tổng vốn đầu tư đăng ký cấp mới và tăng thêm trong năm 2020 là 82,77 triệu USD và 100 tỷ đồng. Các KCN trên địa bàn tỉnh thu hút được 15 dự án FDI mới và 32 lượt tăng vốn đầu tư với tổng vốn đăng ký đạt 221,61 triệu USD (trong đó: vốn cấp mới là 40,74 triệu USD; vốn tăng thêm là 180,86 triệu USD), bằng 42% về vốn đầu tư so với cùng kỳ năm 2019, đạt 67% kế hoạch năm; thu hút 02 dự án FDI mới và 02 lượt tăng vốn đầu tư với tổng vốn đầu tư đăng ký là 414,66 tỷ đồng (trong đó: vốn cấp mới là 393 tỷ đồng; vốn tăng thêm là 21,66 tỷ đồng), bằng 16% về số vốn đầu tư so với cùng kỳ năm 2019, đạt 50% kế hoạch năm [2,tr.10].

Đến nay, số dự án còn hiệu lực đầu tư trong các KCN là 369 dự án, gồm 63 dự án FDI với tổng vốn đầu tư 14.977,15 tỷ đồng và 306 dự án FDI với tổng vốn đầu tư 4.270,35 triệu USD. Trong đó, có 314 dự án đang hoạt động SXKD, chiếm 85,1% tổng số dự án; 21 dự án đang triển khai xây dựng và lắp đặt máy móc thiết bị nhà xưởng; 29 dự án cấp

mới và đang làm các thủ tục triển khai dự án; 5 dự án FDI thuộc diện giãn tiến độ, đang làm thủ tục chấm dứt hoạt động (chiếm 1,3% tổng số dự án). Vốn đầu tư khu vực nhà nước: Ước vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách nhà nước Quý IV-2020 đạt 2.980,3 tỷ đồng, tăng 17,59% so với quý trước. Lũy kế cả năm ước thực hiện 7.978,1 tỷ đồng, đạt 87,41% kế hoạch năm 2020, tăng 36,61% so với cùng kỳ [2, tr.9]. Công tác quản lý đầu tư công được Tỉnh ủy, HĐND tỉnh quan tâm chỉ đạo, giám sát chặt chẽ; UBND tỉnh quyết liệt trong điều hành, thường xuyên nắm bắt, cập nhật thông tin và kịp thời cho ý kiến, giải quyết vướng mắc khó khăn nhằm đẩy nhanh tiến độ thực hiện, trong đó tập trung vào công tác giải phóng mặt bằng, thi công công trình và giải ngân nguồn vốn đầu tư công.

Trong bối cảnh dịch bệnh Covid-19 xảy ra với quy mô toàn cầu, song các hoạt động kinh tế đối ngoại, xúc tiến đầu tư tiếp tục được tỉnh quan tâm. UBND tỉnh đã ban hành Chương trình xúc tiến đầu tư năm 2020 và Kế hoạch thực hiện Nghị quyết 02/NQ-CP của Chính phủ và Chỉ thị 11/CT-TTg của Thủ tướng Chính phủ về các nhiệm vụ, giải pháp cấp bách tháo gỡ khó khăn cho sản xuất kinh doanh, bảo đảm an sinh xã hội ứng phó với dịch Covid-19. Trong thời gian thực hiện giãn cách xã hội, các hoạt động xúc tiến đầu tư tiếp tục được thực hiện thông qua hình thức mạng xã hội, zalo, điện thoại hoặc bằng văn bản đến các nhà đầu tư trong và ngoài nước. Do vậy, kết quả thu hút vốn đầu tư năm 2020 tuy giảm so với năm trước nhưng vẫn vượt kế hoạch đề ra, trong đó vốn FDI ước đạt 666,16 triệu USD, bằng 57,49% so với năm 2019 và vượt 21,12% so với kế hoạch (550 triệu USD) với 31 dự án cấp mới và 44 dự án tăng vốn; vốn FDI ước đạt 7.468,73 tỷ đồng, bằng 49,54% so với năm 2019, vượt 35,8% so với kế hoạch (5.500 tỷ đồng) với 44 dự án cấp mới và 10 dự án tăng vốn. Lũy kế đến hết năm 2020 toàn tỉnh có 412 dự án FDI còn hiệu lực với tổng vốn đầu tư đăng ký 6,1 tỷ USD và 803 dự án FDI với tổng vốn đầu tư hơn 98,3 nghìn tỷ đồng [6, tr.10-11].

## **2.2. Giải pháp thu hút đầu tư FDI trên địa bàn tỉnh Vĩnh Phúc trong bối cảnh hiện nay**

Thành công Vĩnh Phúc nói riêng và của Việt Nam nói chung trong kiểm soát và khống chế đại dịch Covid-19 cùng những chính sách tích cực nhằm khôi phục kinh tế đang thu hút sự chú ý của nhiều nhà đầu tư nước ngoài. Vượt qua những con số khiêm tốn thu hút đầu tư 8 tháng đầu năm 2020 do Covid-19, với nhiều chương trình xúc tiến và môi trường thông thoáng, đây chính là cơ hội vàng để Vĩnh Phúc đón làn sóng dịch chuyển dòng vốn đầu tư FDI vào các KCN. Nhiều tập đoàn toàn cầu hiện diện trên địa bàn tỉnh Vĩnh Phúc như: Toyota, Honda, Sumitomo (Nhật Bản); Piaggio (Italia); De Heus (Hà Lan); Deawoo; Patron Vina, Heasung Vina, Cammsys (Hàn Quốc); Prime Group (Thái Lan); Weldex (Mỹ)... Bên cạnh nhà đầu tư nước ngoài, Vĩnh Phúc cũng nhận được sự quan tâm lớn của nhiều doanh nghiệp tên tuổi trong nước như: FLC, VinGroup, SunGroup, Công ty Hồng Hạc Đại Lải, Sông Hồng Thủ đô, Thép Việt Đức... Tất cả những nhà đầu tư này

đều có sự tăng trưởng mạnh mẽ tại Vĩnh Phúc. Tuy nhiên, trước tác động của đại dịch Covid-19 tất cả các nhà đầu tư đều bị sụt giảm doanh thu, để tháo gỡ khó khăn, tạo thuận lợi cho doanh nghiệp khi đến với địa phương, thời gian qua, lãnh đạo tỉnh Vĩnh Phúc đã liên tục tổ chức các buổi đối thoại với doanh nghiệp trên địa bàn. Cụ thể, vào đầu tháng 3-2020, lãnh đạo UBND tỉnh Vĩnh Phúc cùng các sở, ngành, hiệp hội doanh nghiệp tại địa phương đã có buổi đối thoại với doanh nghiệp, nhà đầu tư trong KCN Thăng Long Vĩnh Phúc. Trong buổi đối thoại, nhiều giải pháp tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp trong lĩnh vực xuất nhập khẩu nguyên liệu, vật tư, trang thiết bị máy móc đã được đề cập. Đồng thời, lãnh đạo địa phương cũng cam kết, tỉnh đã có công văn gửi Chính phủ, đề xuất hỗ trợ các khoản vay lãi suất thấp, giãn, hoãn, miễn giảm thuế cho một số doanh nghiệp và sẽ triển khai ngay khi nhận được công văn đồng ý của Chính phủ. Ngày 20-6-2020, tỉnh Vĩnh Phúc tổ chức hội nghị bàn các giải pháp thúc đẩy kinh tế - xã hội năm 2020. Đây là cuộc họp chưa có tiền lệ, được coi như một “hội nghị Diên Hồng” của tỉnh từ tái lập đến nay khi triệu tập toàn bộ lãnh đạo các sở, ban, ngành, địa phương, người đứng đầu các tổ chức đoàn thể, chính trị xã hội tham dự, thảo luận và đề xuất các giải pháp cấp bách thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội năm 2020.

Trước khi dịch Covid-19 bùng phát, do tác động của chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, xu hướng dịch chuyển đầu tư ra khỏi Trung Quốc đã bắt đầu. Nhiều đoàn công tác của doanh nghiệp nước ngoài đã đến tìm hiểu cơ hội đầu tư tại nhiều tỉnh thành trong cả nước, trong đó có Vĩnh Phúc. Sau khi dịch Covid-19 cơ bản được khống chế và đẩy lùi, làn sóng tìm kiếm cơ hội đầu tư từ nước ngoài vào Việt Nam càng trở nên đặc biệt sôi động, từ các “ông lớn” như Apple, Google, Amazon... đến những công ty có thương hiệu mạnh trên toàn cầu đều bày tỏ ý định đặt đại bản doanh sản xuất ở Việt Nam. Đón bắt cơ hội không thể tốt hơn này, cùng với các địa phương Bắc Ninh, Hải Dương Quảng Ninh, Bình Dương... Vĩnh Phúc đã nhanh chóng “trải thảm đỏ” mời gọi các nhà đầu tư trên khắp thế giới đến nghiên cứu thị trường, xúc tiến đầu tư. Để hoàn thành mục tiêu thu hút đầu tư 3 tháng cuối năm 2020, khoảng 10-12 dự án FDI, vốn đăng ký đạt 120-150 triệu USD; thu hút mới khoảng 3 dự án FDI với tổng vốn đầu tư khoảng 100-300 tỷ đồng, tỉnh Vĩnh Phúc đã chú trọng các hoạt động xúc tiến đầu tư tại chỗ đối với các dự án đã đầu tư hiệu quả tại các KCN trên địa bàn tỉnh, thúc đẩy dòng vốn tái đầu tư của các dự án đi vào hoạt động sản xuất kinh doanh làm tăng quy mô và giá trị vốn đầu tư, thúc đẩy quá trình hội nhập kinh tế quốc tế, chuyển giao công nghệ, tạo đà cho phát triển kinh tế bền vững và cân bằng giữa dòng vốn FDI.

Để thực hiện mục tiêu trên, đòi hỏi Đảng bộ, chính quyền và nhân dân tỉnh Vĩnh Phúc phải tiếp tục huy động nguồn lực rất lớn đầu tư cho phát triển. Bên cạnh phát huy tối đa nguồn nội lực của tỉnh, cần kết hợp hài hòa, sử dụng nguồn vốn đầu tư trong và ngoài

nước, nhất là nguồn vốn FDI. Nhằm tăng cường thu hút dòng vốn FDI có chất lượng và sử dụng hiệu quả nguồn vốn này, trước hết phải tiếp tục hoàn thiện thể chế kinh tế, cải cách hành chính, tư pháp, cải thiện môi trường đầu tư kinh doanh theo chuẩn mực quốc tế, bảo đảm vận hành hiệu quả các loại thị trường; thúc đẩy nhanh quá trình thị trường hóa các yếu tố sản xuất, khắc phục hạn chế, bất cập về cơ sở hạ tầng, nguồn nhân lực, phát triển hệ thống doanh nghiệp trong tỉnh, coi trọng doanh nghiệp tư nhân. Năm 2020 là năm có ý nghĩa vô cùng quan trọng trong việc thực hiện Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội giai đoạn 2011-2020 mà Chính phủ đã đề ra và cũng là năm cuối trong Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội của tỉnh giai đoạn 2016-2020, là năm bản lề, tạo nền tảng vững chắc cho việc thực hiện các mục tiêu trung và dài hạn trong Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội giai đoạn 2021-2030 và những năm tiếp theo. Do vậy, việc thu hút và sử dụng vốn FDI trên địa bàn tỉnh hiệu quả, thực chất, đi vào chiều sâu, đảm bảo phát triển bền vững trước tác động khó lường của dịch Covid-19 nói riêng và tác động quốc tế trong bối cảnh hiện nay nói chung, khuyến khích đổi mới, sáng tạo và gắn kết chặt chẽ giữa doanh nghiệp FDI với doanh nghiệp địa phương, nâng cao vị trí của tỉnh Vĩnh Phúc thì chiến lược trong thu hút nguồn vốn FDI cần:

*Thứ nhất*, định hướng lĩnh vực đầu tư, các dự án có hàm lượng khoa học công nghệ cao, thân thiện với môi trường, đóng góp lớn cho phát triển kinh tế - xã hội của địa phương, các dự án có khả năng tham gia chuỗi giá trị toàn cầu, các dự án trong các lĩnh vực: công nghiệp điện tử, viễn thông, công nghiệp cơ khí, vật liệu xây dựng, vật liệu mới, công nghiệp hỗ trợ của ngành lắp ráp ô tô, xe máy, điện tử, xây dựng phát triển hạ tầng KCN, dự án du lịch, dịch vụ, trường đào tạo nghề tầm cỡ khu vực và quốc tế, kêu gọi, xúc tiến các hoạt động đầu tư vào các ngành dịch vụ như tài chính, ngân hàng, bảo hiểm, logistics, cung cấp các dịch vụ chăm sóc sức khỏe, sản xuất thiết bị y tế, giáo dục đào tạo và các dịch vụ hiện đại khác, sản xuất nông nghiệp công nghệ cao, nông nghiệp thông minh, phát triển kết cấu hạ tầng hiện đại, đặc biệt là các ngành nghề mới trên nền tảng công nghiệp 4.0. Đảm bảo hài hòa giữa tăng trưởng, xuất khẩu với đầu tư phát triển sản phẩm, dịch vụ có giá trị cao. Tiếp tục thu hút nguồn vốn FDI vào các ngành mà tỉnh đang có lợi thế so với các địa phương khác, nhưng ưu tiên vào các khâu có giá trị gia tăng cao, gắn với quy trình sản xuất thông minh, tự động hóa.

*Hai là*, định hướng địa bàn đầu tư, trong năm 2021 và những năm tiếp theo, tập trung thu hút các dự án FDI đầu tư vào các KCN, gắn phát triển công nghiệp với bảo vệ môi trường, xử lý triệt để tình trạng ô nhiễm môi trường tại các KCN, CCN. Từng bước hình thành các trung tâm công nghiệp theo vùng, khuyến khích thu hút các dự án công nghiệp phụ trợ của ngành sản xuất, lắp ráp ô tô và phụ tùng xe máy. Bên cạnh đó, cần hoàn thiện cơ chế, chính sách nhằm tạo động lực mới trong thu hút và sử dụng nguồn vốn đầu tư vào các KCN, CCN

trên địa bàn tỉnh. Tiếp tục thực hiện có hiệu quả cải cách thủ tục hành chính, nhất là các thủ tục hành chính về đầu tư. Thiết kế quy trình giải quyết các thủ tục hành chính về đầu tư một cách minh bạch, xây dựng cơ chế giám sát các hoạt động đầu tư chặt chẽ, đồng bộ và tạo sự thống nhất cao của tất cả các cấp lãnh đạo trong hệ thống chính trị của tỉnh. Đồng thời, vận dụng tối đa chính sách ưu đãi của Nhà nước để hỗ trợ phát triển doanh nghiệp, chủ động kết nối với các doanh nghiệp có thương hiệu, có uy tín, có tiềm lực tài chính trong và ngoài nước, vận dụng một cách linh hoạt các chính sách về thu hút đầu tư nước ngoài của Chính phủ, áp dụng tối đa các chính sách ưu đãi cho doanh nghiệp, tạo niềm tin để doanh nghiệp yên tâm sản xuất, kinh doanh.

Thực hiện Nghị quyết 01/NQ-CP ngày 1-1-2021 của Chính phủ về các nhiệm vụ, giải pháp chủ yếu thực hiện Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội và dự toán ngân sách nhà nước năm 2021, ngay từ đầu năm, UBND tỉnh Vĩnh Phúc đã ban hành Chương trình hành động 02/Ctr-UBND ngày 18-01-2021 với phương châm hành động của năm 2021 “Đoàn kết, kỷ cương, đổi mới, sáng tạo, khát vọng phát triển” cùng những giải pháp cụ thể nhằm thực hiện thắng lợi nhiệm vụ, mục tiêu Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội năm 2021, tạo nền tảng vững chắc cho việc thực hiện thắng lợi Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 05 năm giai đoạn 2021-2025. Năm 2021, thực hiện công tác thu hút đầu tư với phương châm khai thác tối đa tiềm năng, thế mạnh của tỉnh để phát triển sản xuất và dịch vụ, phù hợp với tình hình thực tế về bảo đảm phát triển kinh tế - xã hội trong điều kiện ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19, Vĩnh Phúc tiếp tục đổi mới và nâng cao chất lượng, hiệu quả công tác xúc tiến đầu tư. Nâng cao chất lượng xúc tiến đầu tư tại chỗ bên cạnh việc tăng cường các hoạt động hỗ trợ phát triển doanh nghiệp và cải thiện môi trường đầu tư kinh doanh, nâng cao năng lực cạnh tranh cấp tỉnh. UBND tỉnh đã đưa ra 11 giải pháp thực hiện chương trình xúc tiến đầu tư năm 2021. Trong đó, tập trung đôn đốc công tác đền bù, giải phóng mặt bằng và thủ tục về đầu tư khu công nghiệp để sớm có mặt bằng sạch cho nhà đầu tư dễ dàng lựa chọn, tìm kiếm địa điểm đầu tư. Trong Quý I-2021, Thủ tướng Chính phủ đã ký 03 Quyết định chủ trương đầu tư dự án xây dựng và kinh doanh hạ tầng kỹ thuật KCN Sông Lô II với quy mô 165,66 ha; KCN Thái Hòa - Liễn Sơn - Liên Hòa với quy mô 145,27 ha và KCN Tam Dương I với quy mô 162,33 ha, tổng mức đầu tư của 3 dự án hơn 8 3.590 tỷ đồng, dự kiến sẽ thu hút được nhiều nhà đầu tư lớn nhằm phát triển kinh tế khu vực phía Bắc tỉnh Vĩnh Phúc. Tuy nhiên, do ảnh hưởng của dịch Covid-19 đã ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như các quyết định đầu tư mới và mở rộng quy mô của các nhà đầu tư. Kết quả thực hiện vốn đầu tư phát triển toàn xã hội trên địa bàn tỉnh trong Quý I ước đạt 7.304,92 tỷ đồng, giảm 5,99% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, vốn đầu tư thuộc ngân sách Nhà nước ước đạt 1.119,88 tỷ đồng, giảm 2,07%;



vốn đầu tư của dân cư và tư nhân ước đạt 2.327,56 tỷ đồng, giảm 27,57%; vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài ước đạt 3.857,50 tỷ đồng, tăng 13,01% so với cùng kỳ năm trước. [7,tr.8].

*Ba là*, định hướng đối tác và thị trường, chú trọng thu hút nguồn vốn FDI từ các nước phát triển hàng đầu thế giới: Nhật Bản, Trung Quốc, Mỹ, các tập đoàn đa quốc gia nắm giữ nguồn vốn lớn, công nghệ tiên tiến, trình độ quản trị hiện đại, các doanh nghiệp sản xuất sản phẩm công nghiệp hỗ trợ, các doanh nghiệp nhỏ và vừa của Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan... nhưng phải đảm bảo điều kiện nâng cấp công nghệ và gia nhập mạng sản xuất và chuỗi giá trị toàn cầu. Đồng thời, hướng đến và đẩy mạnh xúc tiến đầu tư với các đối tác tiềm năng đến từ châu Âu (Đức, Italia...). Chủ động theo dõi, nắm bắt, đánh giá xu hướng dịch chuyển dòng vốn FDI và công nghệ ở các nước phát triển, các tập đoàn kinh tế xuyên quốc gia để lựa chọn, thu hút các nhà đầu tư, các tập đoàn kinh tế phù hợp với điều kiện và định hướng phát triển của địa phương. Song song đó, cần tận dụng tối đa những điều kiện thuận lợi nhờ việc nền kinh tế Việt Nam trong thị trường của Cộng đồng kinh tế ASEAN và cơ hội do các hiệp định thương mại tự do đã có để thu hút dòng vốn FDI đầu tư vào tỉnh.

Ngoài ra, Đảng bộ, UBND tỉnh khuyến khích triển khai những chính sách như: Bảo đảm đủ nguồn cung các mặt hàng thiết yếu; Thúc đẩy mạnh doanh nghiệp phát triển và ứng dụng khoa học công nghệ trong thương mại điện tử, giao vận, chuyển phát, thanh toán điện tử trên môi trường số; Đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công để làm động lực cho tăng trưởng kinh tế; Hệ thống Ngân hàng thương mại trên địa bàn tỉnh cho vay hỗ trợ doanh nghiệp vượt khó khăn, bên cạnh việc khoan nợ, giãn nợ, giảm lãi suất cho vay, cũng như có chính sách để duy trì số lượng doanh nghiệp trong nền kinh tế cũng như lượng vốn đăng ký kinh doanh. Đối với các doanh nghiệp ảnh hưởng nặng nề bởi dịch Covid-19, cần cơ cấu lại thời hạn trả nợ, chậm chuyển nợ thành nợ xấu; Phát huy mạnh mẽ tính năng động, sáng tạo của khu vực kinh tế tư nhân; có các giải pháp tạo điều kiện thuận lợi cho phát triển, cải cách mạnh mẽ thủ tục hành chính thúc đẩy đầu tư đầu tư khu vực tư nhân; Tăng cường triển khai dịch vụ công trực tuyến; thúc đẩy mạnh mẽ đầu tư nước ngoài, nỗ lực cải thiện môi trường kinh doanh; tận dụng cơ hội thu hút các luồng vốn đầu tư dịch chuyển vào địa phương.

### **3. Kết luận**

Năm 2020 đã đi qua, tình hình kinh tế - xã hội trên địa bàn tỉnh Vĩnh Phúc dần đi vào ổn định và tiếp tục đà tăng trưởng sau khi đã khống chế thành công sự lây lan của dịch Covid-19 vào cuối tháng 4-2020. Trong điều kiện còn nhiều khó khăn do tác động của dịch Covid-19, cộng với những yếu tố bất thường của tự nhiên, Tỉnh ủy, HĐND, UBND tỉnh đã chỉ đạo các cấp, các ngành tập trung thực hiện “mục tiêu kép” vừa quyết liệt phòng chống dịch

bệnh, vừa tập trung duy trì và phát triển kinh tế, bảo đảm đời sống nhân dân. Nhờ sự nỗ lực của cả hệ thống chính trị, cộng đồng doanh nghiệp và nhân dân, tình hình kinh tế - xã hội trên địa bàn tỉnh Vĩnh Phúc năm 2020 tuy có suy giảm so với cùng kỳ năm 2019, nhưng vẫn cơ bản hoàn thành mục tiêu, nhiệm vụ đề ra, đặc biệt là trong việc thu hút dòng vốn FDI tạo động lực phát triển kinh tế - xã hội, đảm bảo các vấn đề an sinh xã hội trên địa bàn tỉnh Vĩnh Phúc.

### Tài liệu tham khảo

1. Ban dự báo kinh tế Ngành và Doanh nghiệp (2020), *Dự báo triển vọng kinh tế thế giới những tháng cuối năm 2020*. Truy cập ngày 04-4-2021 tại: <http://ncif.gov.vn/Pages/NewsDetail.aspx?newid=22128>.
2. Cục Thống kê Vĩnh Phúc (2020), *Báo cáo tình hình kinh tế - xã hội tỉnh Vĩnh Phúc tháng 8 và 8 tháng đầu năm 2020*.
3. Đảng bộ tỉnh Vĩnh Phúc (2020), *Văn kiện Đại hội đại biểu Đảng bộ tỉnh Vĩnh Phúc lần thứ XVII, nhiệm kỳ 2020 - 2025* (Lưu hành nội bộ).
4. Hải Yến (2020), *Bản tin dịch COVID-19 trong 24h: Tử vong do COVID-19 trên toàn cầu vượt 1 triệu người*. Truy cập 18-2-2021 tại: <https://suckhoedoisong.vn-ban-tin-dich-covid-19-trong-24h-tu-vong-do-covid-19-tren-toan-cau-vuot-1-trieu-nguoi-n180759.html>.
5. Nguyễn Văn Trì (2018), *Vĩnh Phúc thành công trong thu hút các dự án công nghiệp, cải thiện hạ tầng kinh tế xã hội địa phương*. Kỷ yếu Hội nghị: “30 năm thu hút đầu tư nước ngoài tại Việt Nam tầm nhìn và cơ hội mới trong kỷ nguyên mới”, Bộ Kế hoạch và Đầu tư, tr.102-107, tại: <http://www.trungtamwto.vn-download-16865-Kỷ-yếu-Hội-nghị-30-nam-Vietnamese.pdf>. Cập nhật ngày 4-4-2021.
6. Tổng cục thống kê, Cục thống kê Vĩnh Phúc (2020), *Báo cáo tình hình kinh tế - xã hội tỉnh Vĩnh Phúc năm 2020*.
7. Tổng cục thống kê, Cục thống kê Vĩnh Phúc (2021), *Báo cáo tình hình kinh tế - xã hội quý I năm 2021 tỉnh Vĩnh Phúc*.
8. UBND tỉnh Vĩnh Phúc (2016), *Nghị quyết của Ban thường vụ tỉnh ủy về một số biện pháp cơ bản cải thiện môi trường đầu tư, nâng cao năng lực cạnh tranh tỉnh Vĩnh Phúc giai đoạn 2016 - 2021*.
9. UBND tỉnh Vĩnh Phúc (2016), Quyết định Số: 3189-QĐ-UBND, ngày 11-10-2016, *Quyết định phê duyệt Đề án cải thiện môi trường đầu tư, nâng cao năng lực cạnh tranh tỉnh Vĩnh Phúc giai đoạn 2016 - 2020*.
10. Nguồn: <https://suckhoedoisong.vn-sang-4-3-viet-nam-khong-ca-mac-covid-19-the-gioi-vuot-1157-trieu-ca-n187612.html>, truy cập ngày 4-4-2021.

# KỶ YẾU HỘI THẢO KHOA HỌC QUỐC GIA

ĐỊNH HÌNH LẠI HỆ THỐNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU  
VÀ CHIẾN LƯỢC CỦA VIỆT NAM

## PHẦN 5

ỔN ĐỊNH KINH TẾ VĨ MÔ  
VÀ PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG

# 37.

## ỔN ĐỊNH THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH QUỐC GIA PHỤC VỤ PHÁT TRIỂN KINH TẾ - XÃ HỘI GIAI ĐOẠN 2016-2020, KIẾN NGHỊ CHO THỜI KỲ 2021-2030: GÓC NHÌN TỪ PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ RA THỊ TRƯỜNG VỐN QUỐC TẾ

Nguyễn Đức Kiên\*

Chu Khánh Lâm\*\*

Đào Minh Thắng\*\*

### **Tóm tắt**

*Đối với một nền kinh tế mới nổi, dòng vốn đầu tư công vào các công trình, dự án trọng điểm quốc gia có vai trò đặc biệt quan trọng trong việc tạo ra hệ thống cơ sở hạ tầng và sản xuất, cung ứng các hàng hóa, dịch vụ đặc biệt mà tư nhân không thể thực hiện. Đó sẽ là điều kiện tiên quyết, tạo đà cho các hoạt động sản xuất, kinh doanh khác được diễn ra trôi chảy, có hiệu quả. Cũng từ đó, yêu cầu về một nền tài chính công vững mạnh trở thành vấn đề cần phải được các đơn vị có trách nhiệm xem xét một cách toàn diện và sớm triển khai những giải pháp phù hợp. Với sự hội nhập sâu rộng của kinh tế quốc tế, trong đó có sự liên thông của các thị trường tài chính toàn cầu, việc vay nợ trên thị trường vốn toàn cầu là một nghiệp vụ hết sức bình thường của các Chính phủ. Căn cứ vào yêu cầu về nguồn vốn với khối lượng lớn, kỳ hạn đủ dài để phục vụ các mục tiêu phát triển đã đề ra, trước hết là cho nhiệm kỳ 5 năm 2021-2025 và xa hơn là các mục tiêu năm 2030, năm 2045 bên cạnh các điều kiện thuận lợi trong, ngoài nước, việc triển khai phát hành trái phiếu Chính phủ trên thị trường vốn toàn cầu sẽ có thể là chìa khóa để giải bài toán đảm bảo vốn đầu tư công – đảm bảo cỗ xe tam mã vận hành có hiệu quả, thúc đẩy phát triển kinh tế bền vững.*

**Từ khóa:** Phát triển kinh tế, trái phiếu Chính phủ, thị trường vốn quốc tế

<sup>1</sup> Tổ trưởng Tổ Tư vấn kinh tế của Thủ tướng Chính phủ

<sup>2</sup> Bộ phận giúp việc Tổ Tư vấn kinh tế của Thủ tướng Chính phủ

## 1. Những điều kiện thuận lợi trên thị trường vốn quốc tế

Năm 2020 là một năm đặc biệt, có lẽ là chưa từng có trong lịch sử thế giới với sự bùng phát của dịch bệnh Covid-19. Chính phủ các nước đã vận dụng hết toàn bộ các công cụ của mình nhằm nỗ lực đưa nền kinh tế thoát khỏi một cuộc khủng hoảng kinh tế trầm trọng. Các ngân hàng trung ương liên tục cắt giảm các mức lãi suất điều hành, thực hiện các gói nới lỏng định lượng với khối lượng khổng lồ: (1) Cục dự trữ liên bang Mỹ đã cắt giảm lãi suất Fed Fund về mức kịch sàn 0-0,25%, tuyên bố sẵn sàng thực hiện chương trình mua tài sản không giới hạn, điều chỉnh mục tiêu chính sách tiền tệ tập trung vào vấn đề thất nghiệp và duy trì trạng thái siêu nới lỏng trong một khoảng thời gian dài tiếp theo; (2) Ngân hàng trung ương châu Âu duy trì mức lãi suất điều hành âm, tung ra gói cứu trợ khẩn cấp trị giá 750 tỷ Euro và tiếp tục duy trì chương trình tái cấp vốn trung và dài hạn để hỗ trợ các doanh nghiệp gặp ảnh hưởng do dịch bệnh; (3) Ngân hàng trung ương Nhật Bản duy trì lãi suất điều hành âm và thực hiện nhiều các gói hỗ trợ thanh khoản cả bằng đồng Yên và ngoại tệ để hỗ trợ thị trường tài chính và các doanh nghiệp; (4) Tính trong năm 2020, đã có tới 207 lượt hạ lãi suất điều hành từ các ngân hàng trung ương trên thế giới. Bên cạnh đó, các gói tài khóa với khối lượng lớn chưa từng có tiền lệ cũng được các Chính phủ tung ra bao gồm các gói hỗ trợ tiền trực tiếp, miễn giảm thuế và các biện pháp khác để giúp người dân vượt qua khó khăn trong bối cảnh dịch bệnh leo thang. Thông qua những chương trình mua tài sản và chính sách nới lỏng, lợi tức trái phiếu chính phủ trên thị trường vốn mà tiêu biểu nhất là trái phiếu chính phủ Mỹ đã giảm sâu. Lợi tức trái phiếu chính phủ Mỹ kỳ hạn 10 năm sau những chính sách nới lỏng mạnh mẽ của Fed có lúc giảm chạm đáy ở mức 0,32%, duy trì ở mức dưới 1% suốt năm 2020 trước khi tăng nhẹ trở lại vào đầu năm 2021.

Hiện tượng “tiền rẻ” cộng với kỳ vọng về sự mở cửa trở lại của các nền kinh tế khi vaccine bắt đầu được tiêm rộng rãi đã khiến cho làn sóng đầu tư và cơ cấu lại danh mục trở nên mạnh mẽ hơn. Các nhà đầu tư đã có những sự chuyển hướng khỏi các thị trường phát triển và tìm kiếm những cơ hội đầu tư với lợi tức cao hơn ở các thị trường cận biên và mới nổi, thể hiện ở sự phục hồi mạnh mẽ của thị trường chứng khoán và dòng vốn đầu tư nước ngoài ồ ạt vào các quốc gia này. Đây chính là trong “nguy” có “cơ” khi Việt Nam là một trong những điểm sáng cả về phát triển kinh tế và kiểm soát dịch bệnh trên toàn cầu với một nền kinh tế vĩ mô tương đối ổn định trong thời gian gần đây và hứa hẹn sẽ là một điểm đến đầu tư hấp dẫn trong mắt các nhà đầu tư quốc tế.

## 2. Các yếu tố thuận lợi trong nước

Đối mặt với sự lây lan phức tạp của dịch bệnh Covid-19, Chính phủ đã có những đối sách quyết liệt, kịp thời và hiệu quả trong việc thực hiện mục tiêu kép, vừa chống dịch vừa

đảm bảo phát triển kinh tế. Năm 2020, kinh tế nước ta tăng trưởng 2,91%, dù là mức thấp nhất trong giai đoạn 2011-2020 nhưng chúng ta vẫn tự hào là Việt Nam thuộc nhóm nước tăng trưởng kinh tế cao nhất thế giới. Việc khống chế thành công dịch bệnh và lấy lại đà tăng trưởng kinh tế cho thấy tính đúng đắn trong chỉ đạo, điều hành khôi phục kinh tế, phòng chống dịch bệnh và sự quyết tâm, đồng lòng của toàn bộ hệ thống chính trị, Chính phủ, Thủ tướng, sự nỗ lực, cố gắng của người dân, cộng đồng doanh nghiệp trong thực hiện mục tiêu vừa phòng chống dịch bệnh, vừa phát triển kinh tế xã hội. Xét trên cả giai đoạn 2016-2020, các yếu tố nền tảng của kinh tế vĩ mô tiếp tục ổn định, cơ cấu kinh tế chuyển dịch theo hướng tích cực hơn, lạm phát được kiểm soát chặt chẽ ở mức mục tiêu mà Chính phủ đề ra, các cân đối lớn của nền kinh tế được giữ vững trong đó các chỉ tiêu về ngân sách và tài chính công cơ bản được đảm bảo. Việt Nam liên tục tham gia vào những hiệp định thương mại thế hệ mới như CPTPP, EVFTA hay RCEP nhằm tạo ra những cơ hội mới về sản phẩm, thị trường cho các doanh nghiệp xuất khẩu vốn là một trong những động lực chính của tăng trưởng kinh tế. Tất cả những thành công về phát triển kinh tế trong giai đoạn qua đã xây dựng hình ảnh về một nền kinh tế Việt Nam năng động, nhiều cơ hội và là điểm đến hấp dẫn với các nhà đầu tư nước ngoài.

### **3. Cơ hội phát hành trái phiếu trên thị trường vốn quốc tế**

Năm 2020 là một năm thành công của kinh tế Việt Nam khi đã duy trì được mức tăng trưởng dương. Đây sẽ là một bệ đỡ vững chắc cho công việc phục hồi kinh tế khi mà các hoạt động kinh tế và thương mại quốc tế mở cửa trở lại. Có thể nói, kinh tế thế giới nói chung và kinh tế Việt Nam nói riêng sẽ bắt đầu bước vào một chu kỳ phát triển mới trong một trạng thái “bình thường mới”. Trong bất kỳ một chu kỳ kinh tế nào, pha đầu tiên sau giai đoạn khủng hoảng cũng là thời gian mà chính phủ hay vốn đầu tư công thể hiện vai trò kiến thiết, định hướng cho sự phát triển của nền kinh tế rõ nét nhất. Việc nhà nước đầu tư cơ sở hạ tầng, sản xuất và cung ứng những hàng hóa, dịch vụ mà tư nhân không có khả năng hoặc thực hiện không có hiệu quả sẽ đóng vai trò là bản lề, dẫn dắt các hoạt động sản xuất kinh doanh khác nhằm thực hiện các mục tiêu lớn. Việc chủ động bố trí nguồn vốn đầu tư công phù hợp với từng mục tiêu cụ thể trong từng giai đoạn phát triển là yêu cầu cần thiết đối với các đơn vị quản lý tài chính công. Với những thuận lợi nêu trên về tình hình trong nước và quốc tế, cơ hội phát hành trái phiếu chính phủ trên thị trường vốn quốc tế là rất rõ ràng, cụ thể:

- *Về lãi suất*: Mặt bằng lãi suất đang được giữ ở mức thấp trên các thị trường vốn quốc tế sẽ tạo điều kiện cho chính phủ Việt Nam phát hành được trái phiếu với mức lãi suất danh nghĩa thấp hơn, tiết kiệm chi phí và giảm áp lực trả nợ. Với một nước đang phát triển, lãi suất của trái phiếu chính phủ gồm 2 cấu phần là lãi suất phi rủi ro (tương đương lãi suất trái phiếu chính phủ của quốc gia có mức xếp hạng tín nhiệm quốc gia

cao nhất) và phần bù rủi ro (phụ thuộc vào mức xếp hạng tín nhiệm của quốc gia phát hành). Giai đoạn 2016-2020, xếp hạng tín nhiệm quốc gia của Việt Nam liên tục được cải thiện phản ánh đánh giá tích cực của các tổ chức XHTN quốc tế đối với các kết quả về giữ vững ổn định kinh tế vĩ mô, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bền vững trong những năm qua. Cụ thể: Moody's nâng xếp hạng tín nhiệm quốc gia của Việt Nam từ B1 lên Ba3 (tháng 8/2018) và nâng triển vọng từ tiêu cực lên tích cực (tháng 3/2021); Fitch Ratings nâng mức xếp hạng tín nhiệm Việt Nam từ BB- lên BB (tháng 5/2018) và khẳng định duy trì mức xếp hạng BB, tiếp tục nâng triển vọng từ ổn định lên tích cực (tháng 4/2021); Standard & Poor's lần đầu tiên sau 9 năm đã điều chỉnh tăng xếp hạng tín nhiệm của Việt Nam từ mức BB- lên BB (tháng 4/2019). Có thể thấy, đây là cơ hội lớn của Việt Nam khi cả mức lãi suất phi rủi ro đang ở mức thấp và mức lãi suất phần bù rủi ro trong thời gian tới sẽ có xu hướng giảm xuống. Từ đó, chúng ta có thể phát hành được trái phiếu với lãi suất chấp nhận được.

- *Về kỳ hạn*: Trong môi trường lãi suất thấp và thanh khoản dồi dào, nhu cầu cơ cấu danh mục đầu tư theo hướng tìm kiếm những công cụ tài chính có lợi tức cao hơn là rất lớn. Việc chúng ta phát hành trái phiếu với kỳ hạn dài trên 10 năm với mức lợi tức cao hơn các sản phẩm cùng loại hoàn toàn phù hợp với xu hướng thị trường, giúp chúng ta có thể đi vay không chỉ với lãi suất hợp lý mà còn với kỳ hạn đủ dài, phù hợp với các dự án đầu tư công trong nước.
- *Về khối lượng*: Với việc thanh khoản trên thế giới đang dư thừa, thậm chí nhiều nhà kinh tế đánh giá là “ngập lụt” thanh khoản thì nhu cầu đầu tư vào các sản phẩm có mức sinh lời cao như trái phiếu chính phủ của các quốc gia đang phát triển sẽ đáp ứng được kỳ vọng về khối lượng phát hành cho các dự án phát triển kinh tế xã hội trong nước.
- *Về rủi ro tỷ giá*: Trong những năm gần đây, tỷ giá USD/VND tương đối ổn định nhờ nguồn cung ngoại tệ tương đối dồi dào. Với những lợi thế của mình, Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục là điểm đến hấp dẫn với các nhà đầu tư nước ngoài, qua đó nguồn cung ngoại tệ tiếp tục sẽ được nâng cao bởi dòng vốn đầu tư nước ngoài, qua đó làm giảm rủi ro tỷ giá, tránh giá trị khoản nợ tăng cao và đảm bảo kế hoạch trả nợ đúng hạn.
- *Về tốc độ giải ngân vốn đầu tư công*: Trong bối cảnh dịch bệnh Covid-19, đầu tư công được chú trọng trở thành một trong 3 trụ cột phát triển kinh tế. Tính từ đầu năm đến đầu tháng 12/2020, lũy kế giải ngân vốn đầu tư công đạt hơn 356.000 tỷ đồng, cao hơn 12,4% so với cùng kỳ năm 2019 và cao nhất trong 5 năm. Giải ngân đầu tư công không chỉ tăng về vốn, mà công tác đầu tư cũng đã đi vào thực chất hơn. Các dự án đầu tư công bước đầu đã mang lại những hiệu quả nhất định, tạo nên sức bật mới cho kinh tế địa phương, vùng và quốc gia, trở thành một động lực để nền kinh tế chống đỡ với khó

khẩn do Covid-19. Đây là tín hiệu đáng mừng trong việc quản lý và sử dụng vốn đầu tư công, tránh lãng phí và tồn đọng vốn, đặc biệt là vốn vay của Nhà nước.

#### **4. Kinh nghiệm phát hành trái phiếu Chính phủ trên thị trường quốc tế**

Năm 1993, Việt Nam nối lại quan hệ với các tổ chức tài chính quốc tế và từ đó duy trì mối quan hệ tốt đẹp đến hiện nay. Các nguồn vốn vay ưu đãi trong đó nổi bật là các khoản vay ODA đã đóng góp to lớn vào công cuộc phát triển kinh tế xã hội trong thời kỳ đất nước bắt đầu xây dựng cơ chế kinh tế thị trường. Với chủ trương “tranh thủ mọi khả năng và dùng nhiều hình thức thu hút vốn nước ngoài, tranh thủ viện trợ và vay dài hạn lãi suất thấp”, Việt Nam đã 3 lần thành công phát hành trái phiếu chính phủ trên thị trường vốn quốc tế:

- Năm 2005, quán triệt quan điểm chỉ đạo của Đảng, lần đầu tiên Chính phủ đã thực hiện thành công đợt phát hành trái phiếu Chính phủ ra thị trường vốn quốc tế với tổng trị giá 750 triệu USD, thời hạn 10 năm, lợi tức phát hành là 7,125% (lãi suất danh nghĩa là 6,875%).
- Năm 2010, thực hiện Nghị quyết số 53/NQ-CP ngày 02/11/2009 của Chính phủ về việc tiếp tục thực hiện phát hành trái phiếu quốc tế, Việt Nam đã phát hành thành công lần thứ 2 với tổng khối lượng 1 tỷ USD, thời hạn 10 năm, lãi suất danh nghĩa là 6,75%/năm. Số tiền này được sử dụng cho vay lại đối với Dự án lọc dầu Dung Quất và một số dự án khác theo Quyết định của Thủ tướng Chính phủ.
- Năm 2014, thực hiện Nghị quyết số 66/NQ-CP ngày 6/9/2014 về việc phát hành trái phiếu quốc tế của Chính phủ, Việt Nam đã phát hành thành công đợt 3 với giá trị 1 tỷ USD, lãi suất phát hành 4,8%/năm. Mục đích chính của đợt phát hành này là “tái cơ cấu nợ gốc trái phiếu quốc tế của Chính phủ”, góp phần đảm bảo an toàn về nợ công và an ninh tài chính quốc gia. Đây là đợt phát hành có ý nghĩa chiến lược rất quan trọng cho Việt Nam trong việc chủ động hội nhập kinh tế quốc tế, đồng thời từng bước tiếp cận với thị trường vốn quốc tế.

Có thể thấy qua 3 đợt phát hành thành công, Việt Nam đã đạt được một số điểm thắng lợi mẫu chốt như sau:

- Khẳng định chính sách hội nhập quốc tế của Chính phủ bằng việc tham gia tích cực vào thị trường tài chính quốc tế. Đợt phát hành trái phiếu thành công thể hiện kết quả điều hành kinh tế vĩ mô của Chính phủ đã được cộng đồng các nhà đầu tư quốc tế đánh giá cao. Điều này đã thể hiện quyết tâm đúng đắn của Chính phủ trong việc tiếp cận thị trường vốn quốc tế khi uy tín của Việt Nam đang dần được tăng lên, thể hiện



ở việc các tổ chức xếp hạng tín nhiệm quyết định nâng bậc xếp hạng tín nhiệm của Việt Nam trong năm 2014.

- Việc phát hành trái phiếu chính phủ tạo ra “điểm chuẩn” (benchmark) làm căn cứ định giá trái phiếu cho những lần phát hành tiếp theo. Trái phiếu mới phát hành năm 2014 có lãi suất thấp hơn hẳn so với 2 lần phát hành trước và việc hoán đổi trái phiếu đã làm giảm nghĩa vụ trả lãi trái phiếu trong mỗi kỳ trả lãi tương đương khoảng hơn 5 triệu USD.
- Đợt phát hành đã đạt được các mục tiêu ban đầu đặt ra là tái cơ cấu các khoản phát hành trái phiếu quốc tế trước đây của Chính phủ. Bên cạnh đó, đợt phát hành trái phiếu mới kèm theo hoán đổi trái phiếu cũ thể hiện tính chủ động của Chính phủ trong công tác quản lý nợ công, giao dịch phát hành đã góp phần làm giảm định nghĩa vụ trả nợ nước ngoài của Chính phủ và kéo dài nghĩa vụ trả nợ gốc.
- Các nhà đầu tư quốc tế đánh giá cao tính công khai, sự tuân thủ theo các tiêu chuẩn quốc tế khi Việt Nam cung cấp thông tin trong quá trình phát hành trái phiếu quốc tế. Chính phủ phát hành trái phiếu quốc tế tạo dựng uy tín, niềm tin cho các nhà đầu tư quốc tế và tạo điều kiện chuẩn bị cho việc huy động những nguồn vốn lớn trong những năm tiếp theo. Khi Việt Nam phát hành trái phiếu trên thị trường quốc tế thì các tổ chức tài chính, ngân hàng và trung tâm nghiên cứu sẽ có thêm nhiều nghiên cứu theo dõi về thị trường Việt Nam nói chung và trái phiếu Việt Nam nói riêng để phục vụ các nhà đầu tư, có điều kiện hiểu biết và tin tưởng hơn về Việt Nam. Thành công của việc phát hành trái phiếu Chính phủ sẽ làm tăng uy tín của Việt Nam, góp phần tạo môi trường tốt cho việc tăng cường thu hút hơn nữa nguồn đầu tư trực tiếp nước ngoài.

## **5. Mục tiêu phát hành trái phiếu Chính phủ trên thị trường vốn quốc tế giai đoạn 2021-2030**

- Văn kiện Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ XIII của Đảng đã đặt ra mục tiêu phát triển kinh tế với tốc độ bình quân 7%/năm giai đoạn 2021-2030 với tỷ lệ vốn đầu tư toàn xã hội là 33-35% GDP (giai đoạn 2021-2025 là 6,5-7%/năm và 32-34% GDP). Với quy mô GDP cuối năm 2020 (sau điều chỉnh) là 343,6 tỷ USD thì nhu cầu vốn đầu tư cho phát triển kinh tế xã hội giai đoạn tới sẽ là rất lớn. Nếu chỉ phụ thuộc vào huy động từ thị trường vốn trong nước thì không chỉ không đủ mà còn tạo áp lực rất lớn tới thị trường tài chính trong nước vẫn trong giai đoạn cần củng cố, khắc phục những hạn chế nội tại.
- Giai đoạn 2016 - 2020 chứng kiến thành công của Chính phủ trong việc kiểm soát các chỉ tiêu về bội chi, nợ công, nợ chính phủ và nợ nước ngoài. Bội chi ngân sách nhà

nước giai đoạn 2016-2020 đạt bình quân là 3,45% GDP, đảm bảo mục tiêu không quá 3,9% GDP. Tỷ lệ nợ công cuối năm 2020 tăng lên 55,3% GDP, nợ Chính phủ chiếm 49,1% GDP, nợ nước ngoài chiếm 47,3% GDP, đều thấp hơn trần Quốc hội giao trong kế hoạch tài chính 5 năm 2016-2020 (65%, 54%, và 50% GDP). Như vậy, so với cả thực tiễn hiện tại và các mục tiêu đề ra tại Văn kiện Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ XIII của Đảng (nợ công không quá 60% GDP, nợ Chính phủ không quá 50% GDP), Chính phủ có dư địa để tiếp tục phát hành trái phiếu cho các mục tiêu phát triển kinh tế xã hội, trong đó có trái phiếu trên thị trường vốn quốc tế để thực hiện các nhiệm vụ phát triển kinh tế xã hội.

- Nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển hệ thống kết cấu hạ tầng kinh tế, đặc biệt là hạ tầng trọng yếu về giao thông, năng lượng, công nghệ thông tin bảo đảm tính sẵn sàng, kết nối đồng bộ, thống nhất trong giai đoạn 2021-2030 là rất lớn. Tại Dự thảo Quy hoạch Điện lực quốc gia giai đoạn 2021-2030 tầm nhìn đến năm 2045, nguồn vốn đầu tư xấp xỉ 13 tỷ USD/năm. Tại Dự thảo Quy hoạch mạng lưới đường bộ thời kỳ 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050, để phát triển mạng lưới giao thông vận tải đường bộ, cần khoảng 2,5 tỷ USD/năm (theo kịch bản đầu tư mức trung bình). Rõ ràng, nếu chỉ dựa vào thị trường vốn trong nước thì rất khó có thể đáp ứng được nhu cầu vốn lớn cho đầu tư hạ tầng kinh tế, vốn dĩ đòi hỏi nguồn vốn trung và dài hạn.
- Tiến trình đẩy mạnh công nghiệp hóa, hiện đại hóa, cơ cấu lại nền kinh tế gắn với đổi mới mô hình tăng trưởng để có một nền công nghiệp quốc gia vững mạnh, với trình độ công nghệ và giá trị gia tăng cao đòi hỏi phải có nguồn vốn đầu tư rất lớn.
- Một bộ phận các doanh nghiệp nhà nước và tư nhân đã phát triển nhanh chóng, có thị trường ở nước ngoài và nguồn thu ngoại tệ ổn định, cần huy động vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh và đầu tư nên không thể phụ thuộc vào thị trường vốn nội địa. Việc tập trung vào phát hành trái phiếu Chính phủ với quy mô quá lớn tại thị trường trong nước có thể phần nào ảnh hưởng tới mặt bằng lãi suất thị trường và khả năng huy động vốn của các chủ thể kinh tế tư nhân. Ngoài ra, phát hành trái phiếu Chính phủ trên thị trường vốn quốc tế không chỉ tạo dư địa cho các doanh nghiệp huy động trên thị trường trong nước mà còn giúp tạo đường cong lãi suất tham chiếu cho các doanh nghiệp huy động vốn trên thị trường quốc tế.
- Phát hành trái phiếu Chính phủ trên thị trường vốn quốc tế giúp đa dạng hóa các nguồn vốn nước ngoài phục vụ nhu cầu vốn cho đầu tư toàn xã hội được đa dạng hơn, bên cạnh các nguồn vốn như vốn đầu tư trực tiếp, gián tiếp, và vốn hỗ trợ phát triển chính thức.

- Theo Luật Ngân sách nhà nước, chi ngân sách nhà nước không bao gồm chi trả nợ gốc và được bù đắp bằng các khoản vay mới. Chính phủ được phép vay nước ngoài bao gồm cả phát hành trái phiếu quốc tế để bù đắp bội chi. Các quy định này cho phép Chính phủ được phát hành trái phiếu trên thị trường vốn quốc tế để đảo nợ gốc.
- Xuất phát từ các luận điểm trên, mục tiêu của phát hành trái phiếu Chính phủ trên thị trường vốn quốc tế trong thời gian tới sẽ là nhằm chủ động đáp ứng nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển và tái cơ cấu nợ Chính phủ, với chi phí và mức độ rủi ro phù hợp với điều kiện thị trường quốc tế và năng lực trả nợ trong nước, góp phần bảo đảm khả năng trả nợ của Chính phủ, an toàn nợ công và an ninh tài chính quốc gia giai đoạn 2021-2030. Với kinh nghiệm phát hành thành công trái phiếu Chính phủ trên thị trường vốn quốc tế, các điều kiện khách quan của thị trường tài chính thế giới và đặc biệt là tình hình kinh tế vĩ mô trong nước ổn định, giai đoạn tới là thời cơ thuận lợi cho Chính phủ thực hiện các đợt phát hành tiếp theo. Trên cơ sở điều kiện và mục tiêu chung trên, Chính phủ sẽ xác định mức huy động vốn trái phiếu tổng thể cho cả giai đoạn 2021-2030 theo các cấu phần đáp ứng (1) nhu cầu vay tái cơ cấu nợ của Chính phủ với mục tiêu giảm rủi ro tái cấp vốn, tăng tỷ trọng nợ dài hạn, giảm áp lực đảo nợ ngắn hạn; (2) nhu cầu phát hành bổ sung cho vay lại một số dự án đầu tư phục vụ hạ tầng trọng yếu và các ngành công nghiệp mũi nhọn; (3) đa dạng hóa cơ cấu nhà đầu tư thông qua phát hành nhiều công cụ nợ, với thời hạn vay dài hơn, chi phí thấp hơn và hạn chế các ràng buộc phi tài chính nhằm chuyển đổi các cam kết bảo lãnh vay của Chính phủ sang áp dụng theo cơ chế cho vay lại từ nguồn phát hành trái phiếu quốc tế; (4) xây dựng và phát triển đường cong lãi suất chuẩn cho trái phiếu Chính phủ Việt Nam trên thị trường vốn quốc tế.

## **6. Một số đề xuất phát hành trái phiếu Chính phủ trên thị trường vốn quốc tế**

Lựa chọn phương án phát hành phù hợp trong số các phương án phát hành trái phiếu quốc tế phổ biến hiện nay. Nhiều quốc gia trong khu vực châu Á thường xuyên lựa chọn phương án phát hành theo các hình thức (1) trái phiếu toàn cầu được phát hành theo hình thức 144A/Quy chế S, (2) trái phiếu Eurobond, (3) trái phiếu Samurai, và (4) trái phiếu Suku. Trong thời gian đầu, Việt Nam nên tiếp tục lựa chọn phương án phát hành bằng đồng USD theo hình thức 144A/Quy chế S bằng đồng USD do một vài lý do sau. Thị trường vốn bằng đồng USD có mức độ phát triển sâu và tính thanh khoản cao, giúp huy động được khối lượng vốn lớn và kỳ hạn dài. Lợi suất trái phiếu Kho bạc Mỹ hiện ở mức thấp do các chính sách nới lỏng tiền tệ của Chính phủ Mỹ nên có yếu tố cạnh tranh so với phương án phát hành bằng đồng ngoại tệ khác. Việt Nam đã có kinh nghiệm phát hành trái phiếu quốc tế bằng đồng USD vào các năm 2005, 2010, và 2014.

Chính phủ nên xem xét đến phương án xây dựng chương trình phát hành trái phiếu trung hạn toàn cầu. Đây là khung hồ sơ phát hành trái phiếu quốc tế chuẩn được các nhà đầu tư chấp nhận rộng rãi trên toàn cầu và thường được áp dụng bởi các nhà phát hành trái phiếu quốc tế thường xuyên. Chương trình phát hành trái phiếu trung hạn cho phép Chính phủ linh hoạt phát hành trái phiếu quốc tế đa dạng các loại tiền tệ với khối lượng khác nhau tại các thời điểm khác nhau trong khi vẫn sử dụng cùng một bộ khung hồ sơ pháp lý. Tính chủ động nắm bắt thời điểm thuận lợi để tiến hành giao dịch, thông qua việc rút gọn thời gian chuẩn bị thủ tục, hồ sơ pháp lý, chi phí cho mỗi đợt phát hành là các ưu điểm của chương trình này.

Xây dựng cơ chế huy động, sử dụng và quản lý nguồn tiền thu được sau phát hành đảm bảo tính hiệu quả. Nguồn tiền thu được từ các đợt phát hành trái phiếu quốc tế cần gắn với các đợt giải ngân cho các dự án đầu tư nhằm hạn chế tình trạng đọng vốn dẫn đến lãng phí nguồn lực, giảm thiểu rủi ro phát sinh giữa khối lượng phát hành với nhu cầu vốn theo tiến độ thực hiện, và bảo đảm khả năng tạo nguồn trả nợ khi đến hạn. Do vậy, căn cứ vào danh mục các dự án được ưu tiên vay lại từ nguồn trái phiếu quốc tế được phê duyệt, các chủ đầu tư phải có kế hoạch cụ thể để Chính phủ chủ động xây dựng và thực hiện kế hoạch phát hành tương ứng, đặt trong bối cảnh thị trường vốn quốc tế luôn có sự biến động. Các cơ quan của Chính phủ như Bộ Kế hoạch và đầu tư, Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước cần phối hợp để xác định nhu cầu vốn đầu tư, khả năng huy động vốn của nền kinh tế trong nước, của Chính phủ (tái cơ cấu nợ, vốn bổ sung cho các dự án trọng điểm), khoản vay nước ngoài được Chính phủ bảo lãnh chuyển sang cho vay lại) để trình Chính phủ phương án huy động trái phiếu trên thị trường vốn quốc tế.

Chính phủ cần nhận thức được các tác động kinh tế (đặc biệt là tiền tệ) tiềm ẩn của từng đợt phát hành trái phiếu trên thị trường vốn quốc tế. Các vấn đề về phân tích tác động chính sách, chẳng hạn như tác động đến nợ quốc gia, triển vọng tăng trưởng bền vững, điều hành chính sách tiền tệ, chính sách tỷ giá, dự trữ ngoại hối và thanh khoản của nền kinh tế đều cần được xem xét thận trọng. Đặc biệt, Ngân hàng Nhà nước và Bộ Tài chính cần phối hợp để tính toán các tác động của biến động tỷ giá tới chi phí lãi vay và khả năng trả nợ. Những tác động này có thể ảnh hưởng tại cả thời điểm phát hành và tại thời điểm trả nợ. Nhìn chung, mọi đợt phát hành sẽ thuận lợi nếu được hình thành dựa trên một khuôn khổ tài khóa và tiền tệ ổn định.

Phát hành lượng trái phiếu Chính phủ quy mô lớn bao hàm những thách thức không nhỏ trong tương lai đối với Chính phủ khi khoản hoàn trả lớn ngoại tệ khi trái phiếu tới hạn. Đối với hầu hết các nước đang phát triển, số tiền trả nợ lớn đặt ra một thách thức không nhỏ cho thị trường ngoại hối trong nước. Thực hiện đảo nợ thông qua một đợt phát hành mới là cách tiếp cận thông thường. Tuy nhiên, Chính phủ cần nhận thức rõ ràng rằng

sẽ luôn tồn tại sự không chắc chắn về khả năng tiếp cận thị trường vốn quốc tế tại thời điểm phát hành mới. Có thể xảy ra tình trạng các nhà đầu tư quốc tế tại thời điểm đó lo ngại rủi ro đối với một quốc gia nói riêng hoặc các thị trường mới nổi nói chung. Do vậy, với từng đợt phát hành, Chính phủ có thể cân nhắc tới việc đưa vào điều khoản về phương án trả dần nợ gốc, lựa chọn mua lại trước thời điểm đáo hạn, hoặc hình thành quỹ chìm (sinking funds) trong phương án phát hành.

38.

## ĐẢM BẢO ỔN ĐỊNH TÀI CHÍNH QUỐC GIA TRONG BỐI CẢNH MỚI CỦA NỀN KINH TẾ VIỆT NAM

Hoàng Xuân Hòa\*

Nguyễn Văn Đại\*\*

Trịnh Chi Mai\*\*\*

Phạm Thái Hà Anh\*\*\*\*

### Tóm tắt

*Bối cảnh mới của nền kinh tế thế giới tới từ những bùng nổ trong công nghệ, sự cạnh tranh gay gắt trong thương mại quốc tế với chủ nghĩa bảo hộ ngày càng tăng cao, những rủi ro tiềm ẩn mang tính hệ thống của lĩnh vực tài chính đã đặt ra những nhu cầu cấp thiết cho các quốc gia như Việt Nam. Hệ thống tài chính nói chung của Việt Nam đã có những bước tiến lớn và cải thiện dần theo thời gian. Mặc dù vậy, nợ công và hiệu quả đầu tư từ ngân sách vẫn là những vấn đề được nhiều sự chú ý về chính sách, trong khi lĩnh vực tài chính – ngân hàng trải qua những giai đoạn tăng trưởng và suy giảm của nền kinh tế, đặc biệt là trong bối cảnh dịch Covid-19. Cuối bài viết, tác giả trình bày một số gợi mở để cải thiện tính ổn định của hệ thống tài chính quốc gia.*

**Từ khoá:** Ngân sách nhà nước, tài chính, ngân hàng.

### 1. Bối cảnh nghiên cứu

Cuộc khủng hoảng kinh tế - tài chính toàn cầu 2008-2009 đã làm thay đổi trật tự kinh tế thế giới, trong đó diễn ra sự phát triển mạnh mẽ và có ảnh hưởng ngày càng lớn của các nền kinh tế mới nổi, thách thức vị thế dẫn đầu kinh tế của Hoa Kỳ. Sự cạnh tranh diễn ra gay gắt giữa các nước công nghiệp phát triển đối với các nguồn tài nguyên, năng lượng đan xen với cạnh tranh và xung đột giữa các mô hình phát triển... Sự phát triển của internet và không gian mạng đã làm biến đổi sâu sắc mọi mặt đời sống kinh tế, chính trị, văn hóa và xã hội của các quốc gia.

---

\* Trợ lý Chủ tịch Quốc hội

\*\* Trường Đại học Kinh tế Quốc Dân | Email liên hệ: [dainv@neu.edu.vn](mailto:dainv@neu.edu.vn)

\*\*\* Học viện Ngân hàng

\*\*\*\* University of the West of England

Xu hướng điều chỉnh chính sách của các nước từ năm 2011 đến nay cũng đã có nhiều sự thay đổi. Nếu như giai đoạn đầu nhiều quốc gia chấp nhận thực hiện chính sách tài khóa và tiền tệ nói lỏng, áp dụng các công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống để khôi phục tăng trưởng, chấp nhận bội chi ngân sách ở mức cao thì những năm gần đây nhiều nước đã chủ động điều chỉnh chính sách tài khóa theo hướng bền vững hơn. Tái cơ cấu ngân sách theo hướng cắt giảm chi tiêu, giảm nợ công là những biện pháp được nhiều quốc gia lựa chọn. Cùng với đó, nhiều quốc gia phát triển cũng đã từng bước thực hiện “bình thường hóa” chính sách tiền tệ, từng bước điều chỉnh tăng mức lãi suất cơ bản (sau khi đã giảm xuống mức thấp trong giai đoạn khủng hoảng).

Đối với Việt Nam, đổi mới mô hình tăng trưởng, cơ cấu lại nền kinh tế được Đảng, Nhà nước xác định là nhiệm vụ trọng tâm, then chốt trong chiến lược phát triển kinh tế - xã hội giai đoạn 2011-2020, trong đó cơ cấu lại hệ thống các tổ chức tín dụng được xác định là một trong ba trụ cột chính, bên cạnh cơ cấu lại doanh nghiệp nhà nước và đầu tư công. Văn kiện Đại hội Đảng toàn quốc lần thứ XI, Kết luận số 10-KL/TW ngày 18/10/2011 của Hội nghị Trung ương lần thứ 3 Ban Chấp hành Trung ương Đảng (Khóa XI) đã chỉ rõ “*Cấu trúc lại hệ thống ngân hàng thương mại và các tổ chức tài chính theo hướng giảm số lượng; giảm nhanh số lượng ngân hàng thương mại và tổ chức tài chính yếu kém, sáp nhập, hợp nhất các ngân hàng thương mại, các tổ chức tài chính nhỏ... để có số lượng phù hợp các ngân hàng thương mại và tổ chức tài chính có quy mô và uy tín, hoạt động lành mạnh, bảo đảm tính thanh khoản và an toàn hệ thống*”. Ngày 01/11/2016, Hội nghị Ban Chấp hành Trung ương lần thứ 4 Ban Chấp hành Trung ương Đảng (Khóa XII) đã ban hành Nghị quyết số 05-NQ/TW về một số chủ trương chính sách lớn nhằm tiếp tục đổi mới mô hình tăng trưởng, nâng cao chất lượng tăng trưởng, năng suất lao động, sức cạnh tranh của nền kinh tế, trong đó đã kết luận: “*Cơ cấu lại thị trường tài chính, trọng tâm là các tổ chức tín dụng đạt kết quả bước đầu, không để xảy ra tình trạng đổ vỡ, mất an toàn hệ thống. Nợ xấu và các ngân hàng yếu kém đang từng bước được xử lý*”. Bên cạnh đó, Nghị quyết 05 cũng chỉ ra một số bất cập: “*Cơ cấu lại các tổ chức tín dụng, xử lý nợ xấu gặp nhiều khó khăn; nợ xấu tiềm ẩn trong nền kinh tế còn cao, an toàn hệ thống còn nhiều bất cập; thiếu cơ chế xử lý dứt điểm, triệt để các tổ chức tín dụng yếu kém và nợ xấu*”; đồng thời nêu một số chủ trương, chính sách lớn về cơ cấu lại thị trường tài chính, trọng tâm là các tổ chức tín dụng trong giai đoạn tiếp theo, trong đó: “*Tiếp tục lành mạnh hóa tình hình tài chính, nâng cao năng lực quản trị của các tổ chức tín dụng theo quy định của pháp luật và phù hợp với thông lệ quốc tế. Từng bước xử lý và xóa bỏ tình trạng đầu tư chéo, sở hữu chéo trong các tổ chức tín dụng có liên quan; đẩy mạnh thoái vốn ngoài ngành của các ngân hàng thương mại. Ban hành các quy định hỗ trợ xử lý nợ xấu và cơ cấu lại các tổ chức tín dụng; giao thẩm quyền và nâng cao năng lực của*

*Công ty Quản lý tài sản của các tổ chức tín dụng (VAMC) trong mua bán nợ theo giá thị trường gắn với xử lý tài sản thế chấp, bảo vệ lợi ích hợp pháp, chính đáng của chủ nợ; đồng thời, bố trí nguồn lực phù hợp để xử lý nhanh và dứt điểm nợ xấu trong nền kinh tế. Tăng cường công tác thanh tra, giám sát, quản trị rủi ro các tổ chức tín dụng. Tiếp tục cơ cấu lại các tổ chức tín dụng; xử lý căn bản và triệt để nợ xấu và các tổ chức tín dụng yếu kém bằng hình thức phù hợp với cơ chế thị trường trên nguyên tắc thận trọng, bảo đảm quyền lợi của người gửi tiền và giữ vững sự ổn định, an toàn hệ thống”.*

Trong điều kiện nhiều yếu tố không thuận lợi, các tổ chức tín dụng (TCTD) vừa phải tự tái cơ cấu vừa phải tiếp tục phát triển và hỗ trợ sản xuất kinh doanh phục hồi tăng trưởng kinh tế, dưới sự lãnh đạo của Đảng, Nhà nước, Quốc hội, Chính phủ, với tất cả nỗ lực, mọi biện pháp có thể của ngành ngân hàng và sự hỗ trợ của các bộ, ngành, địa phương, lĩnh vực ngân hàng – tài chính đã có những dấu hiệu tích cực. Sự ổn định, an toàn hệ thống các TCTD và tài chính được giữ vững, năng lực tài chính, quy mô hoạt động của các TCTD từng bước cải thiện góp phần hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Kết quả này góp phần quan trọng vào việc thực hiện các giải pháp được đề ra tại Quyết định số 339/QĐ-TTg ngày 19/2/2013 của Thủ tướng Chính phủ về việc phê duyệt Đề án tổng thể tái cơ cấu kinh tế gắn với chuyển đổi mô hình tăng trưởng theo hướng nâng cao chất lượng, hiệu quả và năng lực cạnh tranh giai đoạn 2013-2020.

## **2. Đánh giá một số nội dung cơ bản trong hệ thống tài chính quốc gia**

### **2.1. Tài chính công**

Về tổng quát, chính sách tài khóa trong giai đoạn 2011-2020 đã có bước chuyển biến tiến bộ và có những ứng phó linh hoạt, phối hợp đồng bộ, nhịp nhàng hơn với chính sách tiền tệ, tạo điều kiện thuận lợi, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế hợp lý. Cơ cấu thu, chi ngân sách nhà nước (NSNN) có những điều chỉnh theo hướng hợp lý hơn vào cuối giai đoạn vừa qua theo hướng chú trọng tăng chi đầu tư phát triển, giảm chi thường xuyên. Quốc hội và Chính phủ đã đẩy mạnh sự công khai, minh bạch ngân sách, giám sát của cộng đồng; và từng bước hiện đại hóa, tin học hóa, áp dụng nhiều thông lệ quốc tế tốt nhằm nâng cao chất lượng quản lý tài chính công, tài sản công, tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển kinh tế. Đánh giá khái quát các cân đối lớn của nền tài chính quốc gia qua 2 giai đoạn được trình bày như sau:

Thứ nhất, giai đoạn 2011-2015: tỷ lệ huy động GDP vào NSNN tuy có thấp hơn giai đoạn 2001-2010, nhưng vẫn đáp ứng nhu cầu ưu tiên tăng chi cho con người, thực hiện xóa đói giảm nghèo, đảm bảo an sinh xã hội, hướng tới mục tiêu tăng trưởng bền vững. Tỷ trọng chi thường xuyên trong tổng chi cân đối NSNN tăng lên, từ 60% năm 2011 lên



69% năm 2015; chi đầu tư phát triển có xu hướng giảm mạnh, từ 21% năm 2011 xuống còn 17% năm 2015<sup>5</sup>. Tỷ trọng thu nội địa giai đoạn này chỉ chiếm 67,8% tổng thu NSNN.

Thứ hai, giai đoạn 2016-2020: số thu NSNN vẫn được bảo đảm để đáp ứng các nhu cầu chi tiêu lớn của Nhà nước, đặc biệt là đáp ứng nhu cầu vốn đầu tư rất lớn theo kế hoạch đầu tư công trung hạn. Trong giai đoạn này, thực hiện Luật NSNN năm 2015, cách tính các chỉ tiêu chi NSNN cũng có thay đổi từ năm 2017 (như: chi trả nợ không tính phần chi trả nợ gốc trong cân đối ngân sách), tỷ trọng chi đầu tư phát triển đã tăng dần từ 25,7% năm 2017 lên 26,3% trong dự toán NSNN năm 2019, vượt mục tiêu đặt ra là 25-26%. Cơ cấu đầu tư giữa các ngành, lĩnh vực được điều chỉnh phù hợp hơn<sup>6</sup>. Tỷ trọng thu nội địa chiếm gần 80% tổng thu NSNN.

Kết quả tổng thể về cơ cấu thu, chi, bội chi NSNN so với mục tiêu chiến lược được khái quát trong **bảng 1** như sau:

**Bảng 1: Kết quả đạt được so với Mục tiêu Chiến lược (%GDP)**

		Mục tiêu chiến lược 2011-2020	Kết quả thực hiện 2011-2020	Đánh giá
1	Tổng thu NSNN từ thuế, phí, lệ phí	22 – 23%	Khoảng 22,5%	Đạt
2	Tỷ lệ thu nội địa (không kể dầu thô) trong tổng thu NSNN	Trên 70%	Bình quân 75%	Vượt
3	Tỷ lệ bội chi NSNN	Dưới 4,5% (2015, tính cả TPCP)	Bình quân 3,9%	Vượt
4	Dư nợ công	Dưới 65%	Bình quân 64%	Vượt
5	Dư nợ Chính phủ	Dưới 50%	Bình quân 50,3%	Đạt
6	Dư nợ nước ngoài quốc gia	Dưới 50%	Bình quân 45%	Vượt
7	Trả nợ trực tiếp của Chính phủ/Tổng thu NSNN	Dưới 25%	Dưới 25%	Đạt
8	Dự trữ nhà nước	0,8 - 1%	Bình quân 0,21%	Không đạt

*Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo về ngân sách*

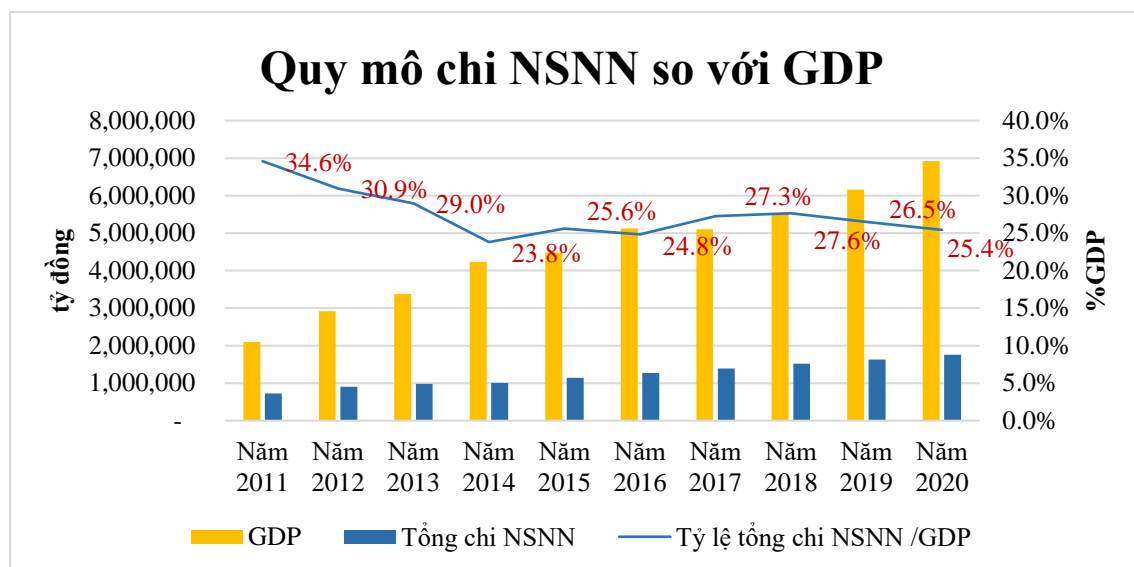
### 2.1.1. Chi NSNN

Quy mô NSNN đã tăng nhanh trong giai đoạn 2011-2020. So với GDP, tổng chi cân đối NSNN giai đoạn 2011-2020 có xu hướng giảm nhẹ, trong 5 năm đầu, dao động quanh mức 28%, các năm cuối dao động quanh mức 26%.

<sup>5</sup> Từ năm 2016 trở về trước, vốn TPCP, XSKT chưa đưa vào cân đối NSNN.

<sup>6</sup> Theo Báo cáo số 513/BC-CP của Chính phủ, tỷ trọng vốn đầu tư của các ngành, lĩnh vực thuộc khối xã hội, quốc phòng, an ninh chiếm khoảng 45,2%; tỷ trọng của các ngành, lĩnh vực thuộc khối hạ tầng kinh tế đạt khoảng 54,8%, phù hợp với Nghị quyết số 05-NQ/TW ngày 01/11/2016 của Ban Chấp hành Trung ương Đảng (khóa XII), Nghị quyết số 24/2016/QH14 của Quốc hội.

**Hình 1: Quy mô chi NSNN so với GDP**



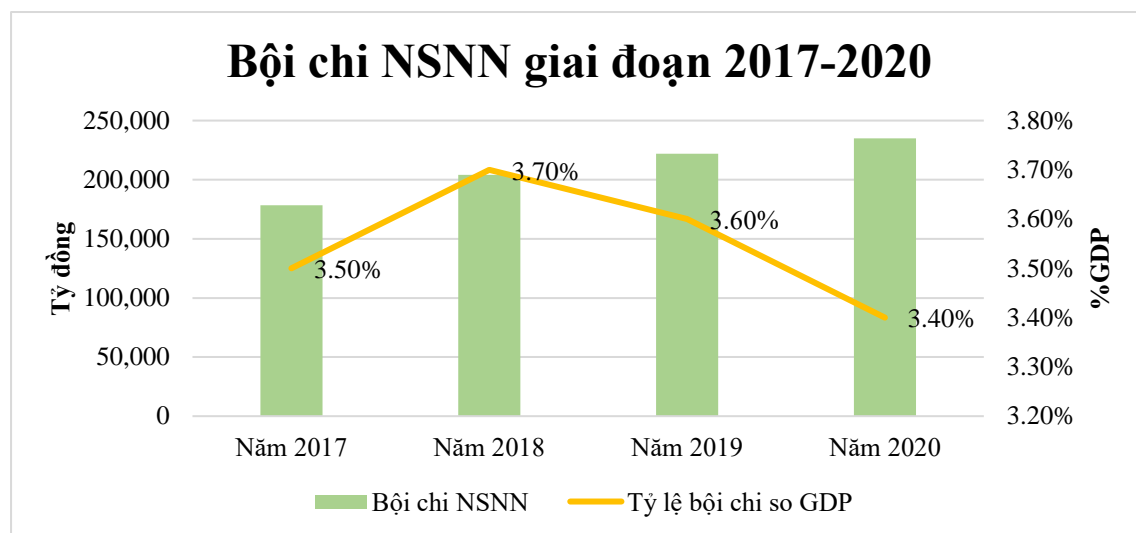
Mục tiêu cơ cấu lại và nâng cao hiệu quả chi NSNN, nhất là việc sử dụng vốn đầu tư công đã đạt được kết quả bước đầu khá tích cực, tăng tỷ trọng vốn huy động từ các thành phần kinh tế cho đầu tư phát triển, tỷ trọng đầu tư công giảm xuống mức 34,5% tổng mức đầu tư toàn xã hội<sup>7</sup>. Việc cân đối tổng thể nguồn lực đầu tư công trong giai đoạn 05 năm 2016-2020 được xác định rõ ràng, tạo chủ động cho Chính phủ, các bộ, ngành, địa phương trong cân đối nguồn lực đầu tư từ ngân sách và huy động các nguồn vốn khác cho đầu tư phát triển<sup>8</sup>.

Giai đoạn 2017 – 2020, thực hiện quy định của Luật NSNN năm 2015, cách tính bội chi NSNN đã có thay đổi để phù hợp với thông lệ quốc tế, theo đó, không tính chi trả nợ gốc trong tổng chi NSNN. Với cách tính này, tỷ lệ bội chi NSNN giảm so với tỷ lệ theo cách tính ở giai đoạn trước. Cùng với chủ trương kiểm soát chặt chẽ bội chi và nợ công trong phạm vi mục tiêu đề ra cho giai đoạn 2016-2020. Số bội chi tuyệt đối năm 2016, 2017, 2018 và 2019 đều giảm so với dự toán. So với GDP, bội chi NSNN thực tế năm 2016 là 5,52%; năm 2017 là 2,74%, năm 2018 là 3,46%; dự toán năm 2019 là 3,6%GDP và năm 2020 dự kiến khoảng 3,4%GDP. Như vậy, những năm cuối giai đoạn, bội chi NSNN dao động từ 3,5% - 3,7% và nỗ lực giảm dần ở năm 2020 với mức là 3,4%GDP.

<sup>7</sup> Theo Báo cáo số 506/BC-CP ngày 17/10/2018 của Chính phủ, tỷ trọng vốn đầu tư nhà nước trong tổng đầu tư dự kiến năm 2018 còn 34,5%.

<sup>8</sup> Theo Báo cáo số 513/BC-CP của Chính phủ, tỷ trọng vốn đầu tư nhà nước trên tổng vốn đầu tư toàn xã hội năm 2017 còn 34,8% so với mức 36,8% trong giai đoạn 2015-2017 và 39,9% năm 2014.

**Hình 2: Bội chi NSNN giai đoạn 2017 - 2020**



## 2.2. Thị trường tài chính

### 2.2.1. Một số đánh giá về thị trường chứng khoán

Thị trường chứng khoán từng bước phát triển hoàn thiện về cấu trúc, bao gồm thị trường cổ phiếu, thị trường trái phiếu, thị trường chứng khoán phái sinh. Các cấu phần của thị trường vốn đều có sự tăng trưởng và phát triển nhanh, trong đó TTCK có vai trò nòng cốt chiếm khoảng 65% quy mô thị trường vốn. TTCK thời gian qua đã duy trì được xu hướng tăng trưởng ổn định. Tính đến 2018, quy mô vốn hóa thị trường đạt khoảng 71,02% GDP, quy mô thị trường trái phiếu ước đạt 39,12% GDP, tiếp tục tăng trưởng so với mức 37,64% GDP năm 2017 và vượt các mục tiêu đề ra đến năm 2020 tại Quyết định số 450/QĐ-TTg về Chiến lược tài chính đến năm 2020. Trong đó, thị trường trái phiếu chính phủ đạt khoảng 27,25% GDP; trái phiếu doanh nghiệp đạt 8,57% GDP (vượt mục tiêu 7% GDP năm 2020).

Quy mô thị trường vốn phát triển tích cực, góp phần huy động các nguồn lực cho đầu tư phát triển kinh tế; đạt và vượt các mục tiêu đề ra năm 2020. Thanh khoản trên thị trường cổ phiếu tăng, số lượng và cơ cấu nhà đầu tư trên TTCK được cải thiện. Thực hiện tái cấu trúc tổ chức thị trường, nâng cao năng lực hoạt động, tăng cường năng lực tài chính, quản trị công ty, quản trị rủi ro; đa dạng hóa nhà đầu tư, hàng hóa trên thị trường; hiện đại hóa cơ sở hạ tầng; phát triển thị trường dịch vụ kế toán, kiểm toán, tư vấn thuế, thẩm định giá... Tính công khai, minh bạch trong hoạt động của thị trường vốn được tăng cường. Chất lượng và phạm vi kiểm toán nhà nước được cải thiện đáng kể; đã áp dụng các tiêu chuẩn giám sát TTCK theo thông lệ quốc tế của Tổ chức quốc tế các Ủy ban chứng khoán (IOSCO);...

### 2.2.2. Kết quả thực hiện cơ cấu lại thị trường bảo hiểm

Tổng tài sản của toàn thị trường tăng trưởng bình quân 18,4% trong giai đoạn 2011-2020, đạt 526.122 tỷ đồng năm 2020, trong đó tổng tài sản của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ đạt 97.936 tỷ đồng; doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ đạt 428.186 tỷ đồng. Tổng số tiền đầu tư trở lại nền kinh tế tăng bình quân 18,4%/năm giai đoạn 2011-2020, đạt 416.248 tỷ đồng năm 2020, trong đó các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ đạt 49.283 tỷ đồng; các doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ đạt 366.965 tỷ đồng.

Tổng dự phòng nghiệp vụ tăng bình quân 19,9% giai đoạn 2011-2020, đạt 336.425 tỷ đồng năm 2020, trong đó dự phòng nghiệp vụ của các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ đạt 25.587 tỷ đồng; các doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ đạt 310.838 tỷ đồng.

Tổng vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp bảo hiểm tăng bình quân 13,1% giai đoạn 2011-2020, đạt 100.135 tỷ đồng năm 2020, trong đó các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ đạt 31.273 tỷ đồng, các doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ đạt 68.862 tỷ đồng. Trong giai đoạn 2011-2020 các doanh nghiệp bảo hiểm sẽ thực hiện bồi thường và chi trả quyền lợi bảo hiểm khoảng 282.596 tỷ đồng.

### 2.2.3. Kết quả thực hiện lĩnh vực dịch vụ tài chính

Đã từng bước phát triển thị trường dịch vụ kế toán, kiểm toán cả về chất lượng và quy mô, góp phần lành mạnh hóa, nâng cao tính công khai, minh bạch của các hoạt động kinh tế, tài chính của nền kinh tế - xã hội.

Số lượng các doanh nghiệp thuộc diện bắt buộc kiểm toán báo cáo tài chính được mở rộng, không chỉ là các doanh nghiệp FDI mà cả các doanh nghiệp nhà nước, doanh nghiệp mà nhà nước sở hữu trên 20% vốn đều đã được kiểm toán báo cáo tài chính hàng năm. Ngoài ra, các đối tượng khác được khuyến khích thực hiện kiểm toán độc lập, do đó, số lượng khách hàng được kiểm toán báo cáo tài chính tăng lên đáng kể. Số lượng khách hàng hàng năm đều tăng 16%. Quy mô và số lượng các doanh nghiệp kế toán, kiểm toán tăng lên đáng kể.

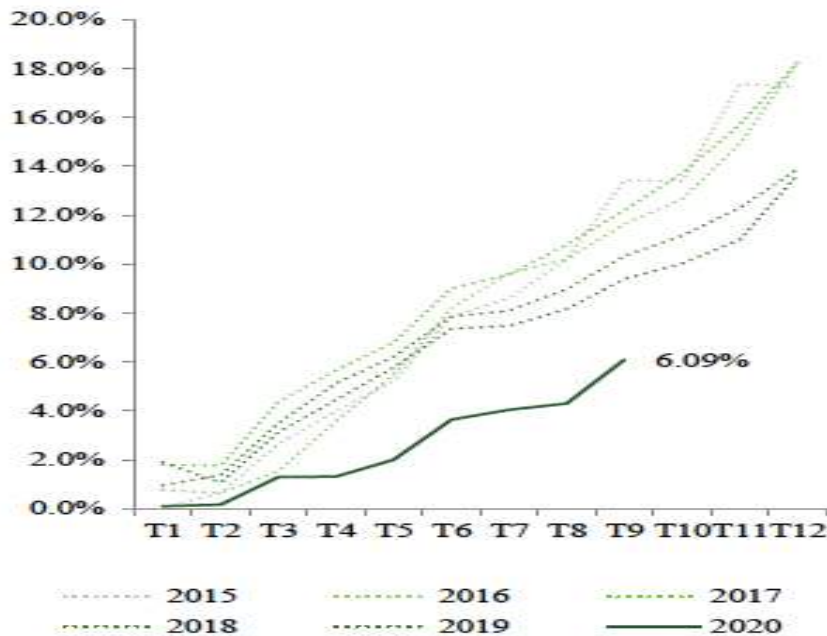
### 2.2.4. Lĩnh vực ngân hàng

Tăng trưởng tín dụng chậm hơn ở các năm trước nhưng có dấu hiệu tăng nhanh trở lại khi tình hình dịch bệnh Covid được kiểm soát tốt hơn ở Việt Nam.

- Tăng trưởng tín dụng đạt 7,93% tính đến ngày 24/11 và dự kiến sẽ thấp hơn 10% cho cả năm 2020. Tăng trưởng tín dụng năm 2020 chậm hơn mức của năm 2019 là 13,7%.

- 9 tháng năm 2020: tăng trưởng tín dụng từ trái phiếu doanh nghiệp đóng góp 25% tăng trưởng và tăng trưởng tín dụng từ khách hàng doanh nghiệp lớn đóng góp khoảng 60% tăng trưởng. NHNN đã nói tăng trưởng tín dụng cho nhiều ngân hàng.

**Hình 3: Tăng trưởng tín dụng qua các năm của các ngân hàng**



*Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam*

- Với mục tiêu kích thích tăng trưởng tín dụng để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, NHNN đã nói tăng trưởng tín dụng cho các ngân hàng đáp ứng đủ 2 yếu tố: (1) sức khỏe tài chính, (2) khả năng tăng trưởng.
- Các ngân hàng được nói tăng trưởng tín dụng cao hơn gồm: TCB, HDB, VPB, TPB, VIB, MBB... Tăng trưởng tín dụng dự kiến phục hồi và đạt khoảng 11-12% vào năm 2021 khi kỳ vọng lạc quan hơn ở nhiều ngân hàng so với đầu năm khi nhu cầu tín dụng của khách hàng cá nhân ngày càng cao.

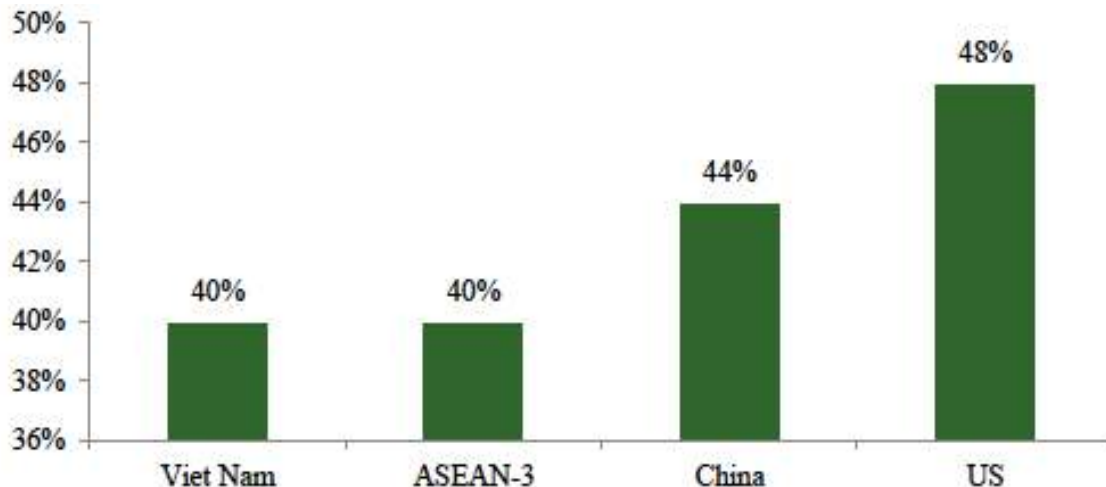
**Hình 4: Tỷ trọng tín dụng bán lẻ của các ngân hàng**



*Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam*

Tín dụng bán lẻ chậm hơn trong 9 tháng năm 2020, tuy nhiên, đây vẫn là mảng được nhiều ngân hàng ưu tiên:

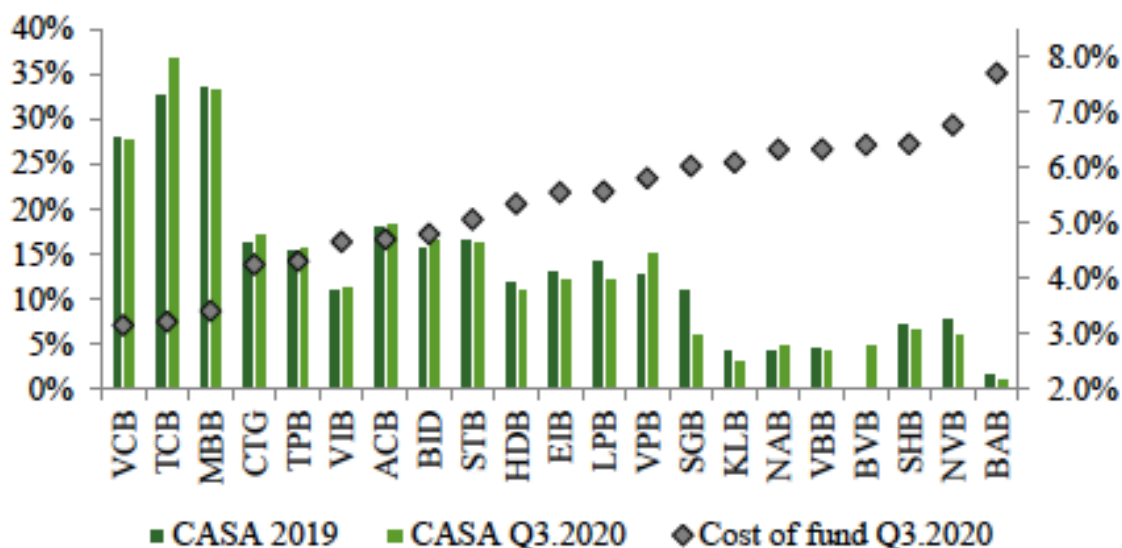
**Hình 5: Tỷ trọng các khoản cho vay từ ngân hàng trong lĩnh vực bán lẻ năm 2019**



- Tốc độ tăng trưởng cho vay bán lẻ chậm là nguyên nhân chính dẫn đến tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng ở mức thấp. Cụ thể hơn, tín dụng bán lẻ ước tính tăng 5,2% sau 9 tháng năm 2020 so với mức tăng trưởng CAGR là 21,7% trong giai đoạn 2016-2019.
- Khả năng tăng tỷ trọng tín dụng bán lẻ vẫn còn do tỷ trọng cho vay bán lẻ của Việt Nam vẫn thấp hơn các nước phát triển và lối sống của người dân đang thay

đổi theo hướng chấp nhận nợ nhiều hơn. Tuy nhiên, phân khúc này sẽ phải đối mặt với mức độ cạnh tranh cao hơn khi ngày càng nhiều ngân hàng chuyển hướng tập trung vào.

**Hình 6: Chi phí vốn và tiền gửi không kỳ hạn của một số ngân hàng**



Tiền gửi của khách hàng tăng 6,1% trong 8 tháng đầu năm 2020. Lãi suất huy động niêm yết bình quân đã giảm 100 - 120 điểm cơ bản từ đầu năm 2019 tùy kỳ hạn. Chi phí huy động vốn của các ngân hàng ghi nhận sự sụt giảm nhanh chóng trong quý 3 năm 2020.

- Không có rủi ro thanh khoản nào đến từ nợ xấu.
- Ít áp lực lên các chỉ số: (1) tăng trưởng tín dụng một phần dựa vào trái phiếu doanh nghiệp làm giảm áp lực lên Tỷ lệ nợ tín dụng/vốn huy động do tử số chỉ tính đến các khoản cho vay khách hàng; (2) không chia cổ tức bằng tiền mặt theo chỉ đạo của NHNN khiến Tỷ lệ an toàn vốn tăng; (3) Áp lực về tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn giảm nhẹ khi NHNN lùi thời hạn hạ trần lãi suất.
- Áp lực thanh khoản từ tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ không xuất hiện trong năm 2020 và có thể phải đến cuối năm 2021. Lãi suất cho vay được điều chỉnh giảm nhưng với tốc độ chậm hơn so với lãi suất huy động niêm yết:
- Các ngân hàng cân bằng tác động của việc giảm lãi suất huy động và lãi suất cho vay đối với Biên lãi ròng vì tác động của việc giảm lãi suất huy động niêm yết lên chi phí vốn của ngân hàng là chậm hơn do tiền gửi thường có lãi suất cố định.

- Khách hàng doanh nghiệp được hưởng nhiều ưu đãi về giảm lãi suất cho vay và cơ cấu nợ hơn khách hàng cá nhân. Ngoài ra, các khoản vay mới sẽ có lãi suất thấp hơn so với dư nợ hiện tại.

### **3. Những hạn chế trong hệ thống tài chính quốc gia**

#### **3.1. Lĩnh vực chứng khoán**

- Quy mô TTCK tuy đã có sự tăng trưởng nhanh nhưng vẫn chưa tương xứng tiềm năng. Thị trường trái phiếu quy mô còn nhỏ, đặc biệt là thị trường trái phiếu doanh nghiệp; các tổ chức định mức tín nhiệm chưa phát triển mạnh.
- Công tác cổ phần hóa, thoái vốn đã được thúc đẩy nhưng Nhà nước còn nắm giữ tỷ lệ lớn, vì vậy chất lượng hàng hóa đầu vào cho TTCK còn hạn chế. Việc triển khai thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài vẫn còn những khó khăn, vướng mắc cần có sự phối hợp của các bộ, ngành. Số lượng các nhà đầu tư tổ chức đã được thúc đẩy nhưng còn hạn chế, các nhà đầu tư cá nhân vẫn chiếm đa số.
- Thị trường chứng khoán phái sinh đã và đang phát triển với tốc độ nhanh nhưng quy mô vẫn còn nhỏ, cơ sở nhà đầu tư còn chưa cân bằng, bền vững. Các nhà đầu tư tham gia trên thị trường chứng khoán phái sinh chủ yếu là nhà đầu tư cá nhân (chiếm tới 99,76%), hoạt động phòng vệ rủi ro còn chưa được chú trọng nhiều do còn ít các nhà đầu tư tổ chức tham gia thị trường.
- Số lượng các nhà đầu tư có tổ chức đã được thúc đẩy nhưng còn hạn chế, chủ yếu vẫn là các nhà đầu tư cá nhân. Việc triển khai thu hút dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài vẫn còn nhiều khó khăn.
- Hiệu quả hoạt động của các tổ chức kinh doanh chứng khoán còn chưa cao do các yếu tố kinh tế, TTCK trong và ngoài nước còn khó khăn.
- Các hành vi vi phạm trên thị trường ngày càng tinh vi phức tạp, cơ quan quản lý không có đủ thẩm quyền tiếp cận những thông tin về tài khoản cá nhân tại ngân hàng, dữ liệu internet và điện thoại đã làm cho việc kiểm tra các hành vi giao dịch nghi vấn gặp nhiều khó khăn.

#### **3.2. Lĩnh vực bảo hiểm**

Mặc dù, lĩnh vực bảo hiểm đã đạt được những kết quả quan trọng, song thị trường bảo hiểm vẫn còn một số tồn tại, hạn chế:



- Quy mô thị trường còn nhỏ so với các nước trên thế giới. Tính đến hết năm 2018, tổng doanh thu của thị trường bảo hiểm trên GDP khoảng 2,9%, thấp hơn so với mức trung bình của các nước trong khu vực (3-5%) và thế giới (6-7%).
- Số lượng sản phẩm bảo hiểm tuy nhiều song cần phải tiếp tục nâng cao để phục vụ cho nhu cầu đa dạng của người tham gia bảo hiểm.
- Năng lực cạnh tranh của các doanh nghiệp bảo hiểm trong nước còn hạn chế so với các tập đoàn lớn của nước ngoài, chưa có đủ nguồn nhân lực chất lượng cao.
- Mô hình quản lý, giám sát chủ yếu vẫn là mô hình quản lý, giám sát tuân thủ, chưa có các cơ chế quản lý, giám sát trên cơ sở rủi ro nhằm tăng cường sự chủ động của doanh nghiệp trong quản trị, điều hành, tối ưu hóa các năng lực để phát triển thị trường bảo hiểm.

### 3.3. Lĩnh vực dịch vụ tài chính

- Chuẩn mực kế toán Việt Nam chưa được cập nhật theo thông lệ quốc tế (IFRS), làm hạn chế tính hấp dẫn trong thu hút đầu tư.
- Cơ chế giám sát và thực thi việc tuân thủ chuẩn mực kế toán, kiểm toán chưa đầy đủ, nguồn lực phục vụ giám sát còn hạn chế.
- Chế tài xử phạt các tổ chức, cá nhân trong hoạt động cung cấp dịch vụ kế toán, kiểm toán chưa đủ mức răn đe.
- Ý thức của nhà đầu tư trong việc yêu cầu chất lượng của dịch vụ kế toán, kiểm toán chưa cao, ảnh hưởng đến việc lựa chọn công ty kiểm toán và cạnh tranh giá, phí không lành mạnh.

### 3.4. Tài chính ngân sách

Tuy bội chi có cải thiện trong khoảng 3 năm trở lại đây nhưng nợ công vẫn ở mức cao. Tốc độ tăng nợ công cũng như trần nợ công mặc dù được kiểm soát trong ngưỡng an toàn nhưng vẫn ở mức cao. Cụ thể, trong giai đoạn 2011 - 2015, tốc độ tăng nợ công của Việt Nam ở mức bình quân 18,1%/năm, giai đoạn 2016 - 2018 đã giảm xuống bình quân còn 8,6%/năm, riêng năm 2018 chỉ còn ở mức 6%. Về trần nợ công, tỷ lệ nợ công giảm từ mức cuối năm 2016 là 63,7% GDP xuống còn 61,4% GDP cuối năm 2017, 58,4% GDP năm 2018 và ở mức 57% GDP năm 2019. Bên cạnh đó, công tác tái cơ cấu nợ công trong năm 2018, năm 2019 cũng được triển khai tăng cường.

Hệ thống pháp luật về đầu tư công được hoàn thiện theo hướng phân cấp triệt để, tăng cường trách nhiệm của các tổ chức, cá nhân có liên quan trong quản lý hoạt động đầu tư công. Luật Đầu tư công số 49/2014/QH13 đã được thông qua tại kỳ họp thứ 7, Quốc hội khóa XIII

và có hiệu lực thi hành từ ngày 1 tháng 1 năm 2015. Việc Quốc hội thông qua Luật Đầu tư công đã tạo ra hệ thống pháp luật đồng bộ để quản lý toàn bộ quá trình đầu tư công, từ chủ trương đầu tư, thẩm định nguồn vốn đối với các chương trình, dự án sử dụng vốn đầu tư công; lập, thẩm định, phê duyệt kế hoạch đầu tư, triển khai thực hiện kế hoạch; theo dõi, đánh giá, kiểm tra, thanh tra kế hoạch đầu tư công. Để triển khai thực hiện Luật Đầu tư công, Chính phủ đã ban hành 8 Nghị định và 7 Thông tư và Ủy ban Thường vụ Quốc hội, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành các quy định về nguyên tắc, tiêu chí và định mức phân bổ vốn đầu tư phát triển nguồn ngân sách nhà nước giai đoạn 2016-2020.

#### **4. Định hướng chính sách ổn định hệ thống tài chính quốc gia**

##### **4.1. Tăng cường hiệu lực, hiệu quả thể chế tài chính; củng cố các cân đối tài chính vĩ mô; cải thiện mức độ chống chịu của nền tài chính**

Tập trung sửa đổi, hoàn thiện hệ thống pháp luật tài chính đối với doanh nghiệp, tập trung vào việc tháo gỡ các rào cản, vướng mắc về chính sách thuế, hải quan, chế độ kế toán, kiểm toán, thủ tục hành chính trong lĩnh vực tài chính trên cơ sở đảm bảo tôn trọng quyền tự do kinh doanh, tạo môi trường kinh doanh bình đẳng, ổn định, minh bạch, thông thoáng. Rà soát và thực hiện có hiệu quả các chính sách ưu đãi về thuế, tín dụng cho doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp vừa và nhỏ; cho phát triển công nghiệp hỗ trợ; đầu tư cho nông nghiệp, nông thôn.

Hoàn thiện đồng bộ hệ thống thể chế, thị trường, bộ máy, công cụ giám sát tài chính theo nguyên tắc thị trường; phân định cụ thể phạm vi nhà nước và thị trường; gắn trách nhiệm và quyền hạn; tăng cường công khai, minh bạch; Thực hiện nhất quán nguyên tắc quản lý giá theo cơ chế thị trường, đẩy mạnh thực hiện cơ chế giá thị trường có sự điều tiết của Nhà nước đối với giá điện, dịch vụ công; tôn trọng quyền tự định giá, cạnh tranh về giá của tổ chức, cá nhân sản xuất, kinh doanh theo quy định của pháp luật, đồng thời có các giải pháp hỗ trợ hợp lý đối với người nghèo, người có thu nhập thấp, thực hiện các chính sách an sinh xã hội. Tăng cường công khai, minh bạch trong điều hành đối giá các hàng hóa, dịch vụ quan trọng, thiết yếu khác có ảnh hưởng đến sản xuất và tiêu dùng của người dân; điều tiết hài hòa lợi ích hợp pháp của người tiêu dùng, doanh nghiệp và Nhà nước.

Thực hiện chính sách tài khóa và tiền tệ chặt chẽ, chủ động; tăng cường hiệu quả phối hợp giữa chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ, đảm bảo duy trì, củng cố và ổn định kinh tế vĩ mô; thúc đẩy và tăng cường tính minh bạch của các thông tin tài chính ngân sách.

Cải thiện dự địa chính sách tài khóa - tiền tệ phù hợp với trình độ phát triển, mở cửa của nền kinh tế; tính biến động của kinh tế - tài chính thế giới. thực hiện có kết quả các giải pháp đảm bảo an ninh, an toàn tài chính quốc gia, giảm dần bội chi NSNN. Tăng cường và nâng cao năng lực dự báo trong lĩnh vực tài chính, ngân sách, nâng cao năng

lực dự báo diễn biến giá cả thị trường và theo dõi sát diễn biến cung cầu, thị trường, giá cả để có phương án điều hành phù hợp từng thời kỳ. Đẩy mạnh công tác thông tin, tuyên truyền về chủ trương, biện pháp bình ổn giá, kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội để tạo ra sự đồng thuận trong xã hội, hạn chế tối đa các tác động tăng giá do yếu tố tâm lý, kỳ vọng lạm phát.

#### **4.2. Đổi mới, xây dựng, hoàn thiện thể chế về quản lý NSNN nhằm tăng cường hiệu quả phân bổ, quản lý, sử dụng nguồn lực tài chính NSNN với quá trình tái cơ cấu kinh tế**

Nâng cao vai trò định hướng của nguồn lực tài chính nhà nước trong phát triển kinh tế - xã hội gắn với thúc đẩy kêu gọi hợp tác theo hình thức PPP, thu hút sự tham gia đầu tư của khu vực tư nhân để tăng nguồn lực đầu tư toàn xã hội, đảm bảo việc phân bổ nguồn lực được định hướng vào các mục tiêu kinh tế - xã hội trong trung và dài hạn đã đặt ra, đồng thời khắc phục tình trạng dàn trải trong phân bổ nguồn lực. Tạo cơ chế tài chính để các địa phương thu hút các nguồn lực cho phát triển phù hợp với quy hoạch, tiềm lực và đặc điểm của từng địa phương.

Đổi mới phân cấp quản lý NSNN, phân cấp nguồn thu, nhiệm vụ chi nhằm mục tiêu đảm bảo vai trò chủ đạo của NSTW; xây dựng cơ chế quản lý tài chính ngân sách phù hợp với trình độ phát triển kinh tế của 5 đô thị trung tâm: Hà Nội, TP. Hồ Chí Minh, Hải Phòng, Đà Nẵng, Cần Thơ; trong đó nghiên cứu xây dựng và hoàn thiện cơ chế quản lý tài chính, ngân sách đặc thù đối với Thủ đô Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh. Một số định hướng cụ thể là:

- Nghiên cứu từng bước bỏ cơ chế lồng ghép trong quản lý NSNN giữa NSTW và NSDP; nâng cao vai trò và trách nhiệm của HĐND cấp tỉnh trong việc xây dựng, quyết định và quản lý, quyết toán NSDP.
- Nghiên cứu đổi mới phương thức phân cấp nguồn thu giữa TW và ĐP đối với các sắc thuế chủ yếu, bao gồm thuế GTGT, TNDN, TTĐB, thuế bảo vệ môi trường, đảm bảo phù hợp với thông lệ quốc tế, phù hợp điều kiện thực tế và yêu cầu phát triển của Việt Nam đến năm 2030.
- Nghiên cứu đổi mới phân cấp nhiệm vụ chi giữa các Bộ, cơ quan trung ương (CQTW) và UBND các địa phương về thực hiện các nhiệm vụ sự nghiệp công cơ bản, quan trọng thiết yếu, gắn chặt với người dân như: y tế khám chữa bệnh, phòng bệnh, GD-ĐT, dạy nghề, sự nghiệp kinh tế,... Trong đó, các bộ, CQTW tập trung thực hiện những nhiệm vụ chi địa phương cấp tỉnh không thực hiện được; những dịch vụ công gắn với người dân mà địa phương thực hiện tốt, hiệu quả, kịp thời thì giao đầy đủ cho địa phương tổ chức thực hiện và có cơ chế phân cấp về nguồn tài chính để thực hiện.

### **4.3. Tiếp tục cơ cấu lại nợ công, đảm bảo an ninh, an toàn nền tài chính công**

Tiếp tục thực hiện theo nguyên tắc vốn trong nước là quyết định, vốn nước ngoài là quan trọng. Tập trung huy động tối đa đối với nguồn vốn vay ODA còn lại, hợp lý đối với nguồn vay ưu đãi nước ngoài và thận trọng đối với các nguồn vay thương mại nước ngoài. Tăng cường khả năng chủ động tiếp cận, tham gia thị trường vốn quốc tế. Thực hiện nghiêm nguyên tắc vay bù đắp bội chi ngân sách nhà nước chỉ được sử dụng cho đầu tư phát triển, không sử dụng cho chi thường xuyên; cải thiện cân đối ngân sách nhà nước, từng bước tăng tích lũy cho đầu tư phát triển và trả nợ vay.

Tiếp tục cơ cấu nợ theo hướng bền vững. Đẩy mạnh tái cơ cấu danh mục nợ chính phủ thông qua các giao dịch phái sinh, các nghiệp vụ gia hạn nợ, khoan nợ, xóa nợ, đảo nợ, hoán đổi nợ và mua lại nợ nhằm xử lý rủi ro tỷ giá, lãi suất, thanh khoản và tín dụng nhằm đạt được cơ cấu nợ chính phủ với chi phí – rủi ro hợp lý. Tăng cường quản trị rủi ro, thực hiện phân loại nợ, trích lập dự phòng rủi ro nợ công trong kế hoạch tài chính – ngân sách trung hạn và dự toán NSNN hàng năm, hình thành quỹ dự phòng rủi ro. Nghiên cứu, xây dựng phương án phản ứng chính sách để dự báo và xử lý khi các chỉ tiêu nợ chạm ngưỡng cảnh báo an toàn.

Đảm bảo cân đối, bố trí đầy đủ nguồn để trả nợ đầy đủ, đúng hạn các khoản gốc, lãi của Chính phủ; ưu tiên bố trí nguồn tăng thu, tiết kiệm chi cho chi trả nợ để giảm dư nợ chính phủ, nợ công.

Việc xây dựng, điều hành thực hiện kế hoạch vay, trả nợ công cần đảm bảo dư địa dự phòng rủi ro cho các nghĩa vụ nợ tiềm ẩn có thể phát sinh. Thường xuyên cập nhật diễn biến kinh tế vĩ mô, điều kiện huy động vốn vay trong nước và nước ngoài... để chủ động xây dựng phương án, trình cấp có thẩm quyền quyết định điều chỉnh mức vay công và các hạn mức nợ tương ứng.

Kế hoạch đầu tư công trung hạn và hàng năm cần được xây dựng trong khuôn khổ, khả năng cân đối và đảm bảo tính bền vững của chính sách tài khóa. Nâng cao hiệu quả sử dụng đầu tư công, giảm dần sự tham gia từ NSNN (đặc biệt là các khoản vay của Chính phủ) vào các dự án, xã hội hóa các nguồn lực ngoài nhà nước. Đảm bảo cân đối, bố trí đầy đủ nguồn để trả nợ đầy đủ, đúng hạn các khoản gốc, lãi của Chính phủ; ưu tiên bố trí nguồn tăng thu, tiết kiệm chi cho chi trả nợ để giảm dư nợ chính phủ, nợ công.

Kiểm soát chặt chẽ nghĩa vụ nợ dự phòng của ngân sách nhà nước, nợ nước ngoài của doanh nghiệp, tổ chức tín dụng. Chính phủ cho vay lại từ vốn vay ODA, vay ưu đãi nước ngoài; không phát hành TPCP trên thị trường vốn quốc tế, vay thương mại nước ngoài để cho vay lại. Kiểm soát các khoản nợ tiềm ẩn có thể phát sinh từ nợ của khu vực các doanh nghiệp, tổ chức tài chính, tín dụng trong nền kinh tế...

Đổi mới quản lý nợ công, nợ chính phủ, nợ nước ngoài của quốc gia, NSNN không vay thương mại nước ngoài để bù đắp bội chi, đồng thời đảm bảo tổng mức vay thấp hơn chi ĐTPT của NSNN. NSTW và NSDP cấp tỉnh được bội chi nhưng đảm bảo không quá tổng mức bội chi của NSNN và trần nợ công Quốc hội quyết định hàng năm.

Phát triển thị trường vốn trong nước từng bước theo các thông lệ quốc tế theo hướng đa dạng hóa công cụ nợ và cơ sở nhà đầu tư, ưu tiên phát triển nhà đầu tư dài hạn và thu hút sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài vào thị trường vốn, thị trường trái phiếu.

Đổi mới quản lý NSNN, thực hiện thống nhất kế hoạch tài chính trung hạn 3 năm (cuốn chiếu) theo quy định của Luật NSNN và thông lệ quốc tế về chi ĐTPT, chi thường xuyên và chi trả nợ. Xây dựng và thực hiện cam kết chi của Chính phủ phù hợp với thông lệ quốc tế (GFS) phục vụ hiệu quả công tác lập, quyết định dự toán, quyết toán và kiểm toán của Quốc hội, HĐND, Chính phủ và UBND các cấp.

#### **4.4. Tiếp tục cơ cấu lại thị trường tài chính, bảo hiểm và phát triển các dịch vụ tài chính**

Tiếp tục rà soát, hoàn thiện hệ thống pháp luật, cơ chế, chính sách nhằm thúc đẩy phát triển lành mạnh thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường chứng khoán, thị trường bảo hiểm và thị trường các dịch vụ tài chính hiệu quả, tiếp cận gần hơn với các thông lệ và chuẩn mực quốc tế. Cụ thể:

**Đối với lĩnh vực chứng khoán**, thực hiện các giải pháp phát triển thị trường trái phiếu, bao gồm cả thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Nghiên cứu và phát triển các sản phẩm trái phiếu mới, thực hiện tái cơ cấu danh mục trái phiếu chính phủ theo hướng đa dạng hóa các kỳ hạn trái phiếu. Trong đó, tăng tỷ trọng phát hành đối với các trái phiếu có kỳ hạn dài... Trên cơ sở Luật Chứng khoán (sửa đổi) đã trình Quốc hội cho ý kiến tại kỳ họp thứ 7 (tháng 6/2019), tiếp tục rà soát, hoàn thiện Luật Chứng khoán (sửa đổi) để trình Quốc hội thông qua tại kỳ họp thứ 8 (tháng 10/2019). Đồng thời, chủ động xây dựng và hoàn thiện các quy định hướng dẫn thi hành Luật nhằm phát triển thị trường vốn. Điều chỉnh đồng bộ hoạt động chứng khoán trong mối liên kết với các khu vực dịch vụ của thị trường tài chính, đưa thị trường chứng khoán là kênh huy động vốn trung và dài hạn chủ đạo của nền kinh tế.

#### **Đối với lĩnh vực bảo hiểm**

Trong giai đoạn 2021-2025, hoàn thiện cơ sở pháp lý cho thị trường bảo hiểm. Nâng cao tính minh bạch thông tin của các doanh nghiệp bảo hiểm. Phát triển và chuyên nghiệp hóa các kênh phân phối bảo hiểm. Tăng cường hiệu lực quản lý nhà nước và hiệu quả công tác thanh tra, kiểm tra, giám sát, xử phạt hành chính trong lĩnh vực bảo hiểm. Phát triển và nâng cao chất lượng nguồn nhân lực. Tăng cường vai trò của các hội nghề nghiệp.

Tăng cường kết nối liên thông giữa bảo hiểm y tế xã hội với bảo hiểm y tế thương mại. Đẩy mạnh tuyên truyền về bảo hiểm. Thiết lập hệ thống công nghệ thông tin, hạ tầng kỹ thuật. Xây dựng cơ sở dữ liệu cho thị trường bảo hiểm.

Đa dạng hóa phương thức và phát triển các sản phẩm bảo hiểm phù hợp với xu thế kinh doanh, gắn liền với cách mạng công nghệ 4.0, theo đó vừa đáp ứng nhu cầu của khách hàng, vừa đảm bảo đơn giản trong thẩm định và chi trả quyền lợi bảo hiểm cho đối tượng khách hàng sử dụng công nghệ cao nhưng cần đảm bảo an toàn, thận trọng cho doanh nghiệp bảo hiểm, phòng ngừa và kiểm soát rủi ro tương ứng. Đồng thời nhà nước có cơ chế, chính sách để phát triển các sản phẩm có ý nghĩa cộng đồng và an sinh xã hội cao như bảo hiểm vi mô, bảo hiểm sức khỏe, bảo hiểm hưu trí.

Trong giai đoạn 2026-2030, hoàn thiện quy định pháp lý đáp ứng yêu cầu hội nhập quốc tế, thực tiễn thị trường, nâng cao hiệu quả quản lý nhà nước thông qua hoàn thiện bộ máy và phương thức quản lý nhà nước. Đa dạng hóa phương thức và phát triển các sản phẩm bảo hiểm phù hợp với xu thế kinh doanh gắn liền với công nghệ. Phát triển đa dạng và chuyên nghiệp hóa các kênh phân phối, dịch vụ phụ trợ bảo hiểm. Nâng cao quản trị doanh nghiệp bảo hiểm theo các chuẩn mực quốc tế. Đẩy mạnh minh bạch thông tin và tuyên truyền về bảo hiểm. Tăng cường kết nối liên thông giữa các cơ quan quản lý nhà nước và các tổ chức triển khai bảo hiểm. Cải thiện cơ chế khuyến khích phát triển lĩnh vực bảo hiểm. Xây dựng chính sách hỗ trợ tài chính thỏa đáng cho doanh nghiệp người dân tham gia bảo hiểm như chính sách thuế ưu đãi đồng bộ với cơ chế cho phép doanh nghiệp bảo hiểm tham gia vào công tác an sinh xã hội, cung cấp các sản phẩm bảo hiểm hưu trí, bảo hiểm y tế, bảo hiểm vi mô. Ngoài ra, kiện toàn môi trường đầu tư, đa dạng hóa các công cụ tài chính để thúc đẩy các doanh nghiệp bảo hiểm tích cực đầu tư vốn dài hạn thông qua phát triển Quỹ trái phiếu quốc gia cho xây dựng cơ sở hạ tầng; khuyến khích xã hội hóa việc đầu tư vào các công trình phục vụ cho an sinh xã hội, tăng cường tiến bộ xã hội như trường học, bệnh viện.

Đẩy mạnh việc đa dạng hóa và nâng cao chất lượng sản phẩm trên thị trường chứng khoán.

- Thúc đẩy quá trình cổ phần hóa và thoái vốn nhà nước theo lộ trình được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt. Thực hiện nghiêm việc niêm yết/ đăng ký giao dịch sau khi cổ phần hóa.
- Thúc đẩy các doanh nghiệp nâng cao chất lượng quản trị doanh nghiệp và cải tiến chế độ hạch toán, kế toán, công bố thông tin. Tăng cường chất lượng báo cáo tài chính; Áp dụng chuẩn mực kế toán quốc tế, khuyến khích các doanh nghiệp niêm yết có quy mô lớn thực hiện công bố báo cáo tài chính theo chuẩn báo cáo tài chính quốc tế (IFRS).

- Nghiên cứu, triển khai và chuẩn hóa các sản phẩm trên thị trường chứng khoán theo lộ trình, phù hợp với trình độ phát triển của thị trường và nhu cầu của nhà đầu tư.

Mở rộng cơ sở nhà đầu tư, tăng cường sự tham gia của nhà đầu tư có tổ chức, nhà đầu tư dài hạn và phát triển nhà đầu tư chuyên nghiệp:

- Xây dựng tiêu chí, tiêu chuẩn phân loại các nhà đầu tư, đặc biệt là phân nhóm các nhà đầu tư cá nhân. Xây dựng tiêu chuẩn nhà đầu tư chuyên nghiệp trên cả thị trường chứng khoán và thị trường trái phiếu. Nghiên cứu ban hành các chính sách ưu đãi cho nhà đầu tư khi tham gia thị trường.
- Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý về tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại doanh nghiệp theo hướng mở rộng sở hữu nước ngoài tại các lĩnh vực nhà nước không cần nắm giữ theo quy định của pháp luật và phù hợp với các cam kết quốc tế. Khuyến khích sự tham gia dài hạn của nhà đầu tư nước ngoài vào thị trường.

Nâng cao tính minh bạch và hiệu quả hoạt động thị trường:

- Hoàn thiện hệ thống hạ tầng thông tin theo tiêu chuẩn quốc tế; vận hành hiệu quả trung tâm thông tin trái phiếu doanh nghiệp. Đảm bảo quyền bình đẳng trong việc tiếp cận thông tin của nhà đầu tư trong nước và nước ngoài. Thường xuyên cập nhật chuyên trang thông tin về thị trường trái phiếu tại cổng thông tin điện tử Bộ Tài chính bằng tiếng Việt và tiếng Anh.
- Thực thi các cam kết quốc tế về phối hợp, trao đổi thông tin, điều tra xuyên biên giới giữa các cơ quan quản lý thị trường chứng khoán. Tăng cường đối thoại với thành viên thị trường và nâng cao hiệu quả hoạt động của các hội nghề nghiệp; tăng cường hội nhập thị trường khu vực và quốc tế.

Đẩy mạnh việc phát triển các định chế trung gian:

- Khuyến khích các công ty chứng khoán mở rộng quy mô hoạt động, nâng cao năng lực tài chính, đa dạng và tăng cường hiệu quả dịch vụ theo hướng chuyên nghiệp hóa, hướng tới triển khai đầy đủ các dịch vụ ngân hàng đầu tư nhằm thúc đẩy hoạt động thị trường.
- Khuyến khích việc hình thành và hoàn thiện cơ chế quản lý đối với các tổ chức dịch vụ phụ trợ thị trường như tổ chức định giá, tổ chức tư vấn pháp lý, tổ chức xếp hạng tín nhiệm,...

Tăng cường sự phối hợp giữa chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa và mối liên kết đồng bộ giữa thị trường tiền tệ, tín dụng với thị trường vốn. Tăng cường sự phối hợp giữa

Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước trong việc trao đổi, cung cấp các thông tin để phối hợp chặt chẽ giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa, góp phần ổn định kinh tế vĩ mô, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Rà soát và thực hiện nghiêm các quy định về an toàn trong lĩnh vực tín dụng ngân hàng để vừa phát triển thị trường vốn, thị trường trái phiếu doanh nghiệp, vừa giảm thiểu rủi ro hoạt động ngân hàng, giảm áp lực huy động vốn cho kênh tín dụng ngân hàng.

Phát triển đồng bộ thị trường dịch vụ kế toán, kiểm toán:

- Hoàn thiện khuôn khổ pháp lý về kế toán, kiểm toán đầy đủ, đồng bộ, thống nhất phù hợp với các chuẩn mực, thông lệ quốc tế về kế toán, kiểm toán. Theo đó, rà soát và đánh giá tình hình thực hiện Luật Kế toán 2015 để sửa đổi, bổ sung các quy định về điều kiện kinh doanh dịch vụ kế toán nhằm tạo thuận lợi cho sự phát triển của các doanh nghiệp dịch vụ kế toán. Thực hiện đánh giá tác động các quy định của Luật Kiểm toán độc lập và việc thi hành Luật trong thực tiễn. Nghiên cứu, đề xuất chương trình xây dựng Luật Kế toán viên công chứng (CPA) để bổ sung các quy định đảm bảo thuận lợi cho việc hành nghề của các CPA theo thông lệ quốc tế, tạo điều kiện cho sự phát triển của tổ chức nghề nghiệp và tạo điều kiện thuận lợi cho quá trình hội nhập của nghề nghiệp kế toán, kiểm toán Việt Nam.
- Tiếp tục hoàn thiện khuôn khổ pháp lý, nghiên cứu đưa chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế (IFRS) vào áp dụng tại Việt Nam, đồng thời cập nhật Hệ thống chuẩn mực kế toán Việt Nam (VAS) theo IFRS, góp phần nâng hạng cho thị trường chứng khoán Việt Nam.
- Nghiên cứu, xây dựng, ban hành và công bố hệ thống chuẩn mực kế toán công áp dụng tại Việt Nam trên cơ sở Chuẩn mực kế toán công quốc tế.
- Tăng cường công tác kiểm tra, giám sát tình hình tuân thủ chuẩn mực kế toán, kiểm toán, chế độ kế toán của các doanh nghiệp và hoạt động dịch vụ kế toán của các đơn vị kinh doanh dịch vụ kế toán, hoạt động kinh doanh dịch vụ kiểm toán nhằm nâng cao hiệu quả công tác quản lý, giám sát hoạt động kế toán, kiểm toán.
- Phát triển mạnh thị trường dịch vụ kế toán, kiểm toán cả về quy mô, số lượng các doanh nghiệp kế toán, kiểm toán cũng như nâng cao năng lực đội ngũ chuyên gia hành nghề kế toán, kiểm toán theo chuẩn quốc tế, có chất lượng cao. Thực hiện đổi mới chương trình đào tạo trong các cơ sở đào tạo đại học chuyên ngành kế toán, kiểm toán. Hoàn thiện việc tổ chức thi và cấp chứng chỉ để đảm bảo phát triển nguồn nhân lực kế toán, kiểm toán đủ về số lượng, đảm bảo về chất lượng.



- Nghiên cứu để có các cơ chế đồng bộ để phát triển hiệu quả thị trường định mức tín nhiệm, tư vấn thẩm định giá, tư vấn thuế, đại lý hải quan...

### **Tài liệu tham khảo**

Báo cáo số 5984/BC-BKHĐT ngày 29/8/2018 của Bộ Kế hoạch và Đầu tư: Báo cáo đánh giá giữa kỳ thực hiện Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2016 – 2020.

Báo cáo số 471/BC-CP ngày 12/10/2018 của Chính phủ về đánh giá giữa kỳ thực hiện kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2016 – 2020.

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Báo cáo thường niên 2015-2019.

VCB, Báo cáo triển vọng ngành ngân hàng, phòng nghiên cứu phát triển, 2020.

Tổng cục thống kê, niên giám thống kê qua các năm từ 2010-2020.

# 39.

## ĐIỀU GÌ GIÚP VIỆT NAM TIẾP TỤC THÀNH CÔNG?

Trần Ngọc Châu\*

### Tóm tắt

Các kinh tế gia của World Bank (bao giờ cũng có cách tiếp cận nặng học thuật) trong “Báo cáo về chứng khoán cuối năm 2019” (Stock report December 2019), đã viết những lời bay bổng: “Mây đen tiếp tục vẫn vũ trong nền kinh tế toàn cầu với dòng chảy mậu dịch và tăng trưởng kinh tế còn trì trệ hơn cả dự báo. Tuy vậy, mặt trời vẫn chiếu sáng trên nền kinh tế Việt Nam”. “Mặt trời vẫn mọc” nhưng nếu giải quyết tốt “những khó khăn phía mặt trời mọc”, nghĩa là nếu chúng ta đủ sức mạnh ý chí, chúng ta có thể thắng tiến đến thành công.

**Từ khóa:** Kinh tế số, Covid-19, thể chế.

### Quá trình của lạc quan thận trọng

Tờ báo uy tín của Nhật Bản là Nikkei Asia ngày 22/12/2020 có bài nhận định khá dài về tình hình kinh tế-chính trị Việt Nam trước kỳ Đại hội Đảng 13, đã mở đầu: “Các nhà hoạch định chính sách Việt Nam là trong số ít người trên thế giới đã làm cho năm 2020 trở nên một năm thành công”. Dù có vài nhận định chưa rõ ràng về mặt xã hội và con người, tờ báo không từ chối các điểm sáng về kinh tế, đặc biệt cho rằng Việt Nam sẽ vượt lên chiếm vị trí là “nền kinh tế lớn thứ tư” Đông Nam Á.

Nhưng không phải truyền thông thế giới đánh giá cao nền kinh tế mới nổi mang tên Việt Nam chỉ trong năm 2020 - đại dịch toàn cầu, dòng chủ lưu thông tin lạc quan thận trọng về tăng trưởng kinh tế Việt Nam vẫn giữ đúng nhịp điệu gần một thập niên qua. Họ không thể sơ sài nói anh tốt chỉ vì anh tốt trong một năm, mà như cách nói của chúng ta, “phải có quá trình”.

---

\* Nguyên giám đốc – tổng biên tập FBNC (Financial and Business Channel)

Các kinh tế gia của World Bank (bao giờ cũng có cách tiếp cận nặng học thuật) trong “Báo cáo về chứng khoán cuối năm 2019” (Stock report December 2019) đã viết những lời bay bổng: “Mây đen tiếp tục vần vũ trong nền kinh tế toàn cầu với dòng chảy mậu dịch và tăng trưởng kinh tế còn trì trệ hơn cả dự báo. Tuy vậy, mặt trời vẫn chiếu sáng trên nền kinh tế Việt Nam”<sup>2</sup>.

Tất nhiên câu nói ví von này của các kinh tế gia không thể chuyển tải “lý thuyết tảng băng” của Ernest Hemingway – nhà văn đã đưa “mặt trời” thành biểu tượng bất tử của hy vọng, trong tác phẩm lừng danh “Mặt trời vẫn mọc” (The sun also rises). Mặt trời vẫn mọc, đúng ra là “mặt trời cũng mọc”... (the sun also rises), khi cuộc sống luôn tiếp diễn, nền kinh tế cũng tăng trưởng và tương lai cũng “chưa bao giờ” như thế! GDP của Việt Nam năm 2019 đạt 7,02% (vẫn thấp hơn năm ngoái 0,06 điểm phần trăm), nhưng vẫn là “mức tăng trưởng cao hàng đầu thế giới” (Mai Tiến Dũng, nguyên Bộ trưởng Văn phòng Chính phủ).

Chỉ dấu cho chúng ta lạc quan là tăng trưởng kinh tế Việt Nam vẫn ổn định trong gần 10 năm, và tiếp tục được dự báo tăng khá nhất trong khu vực. Các chỉ dấu xã hội khác cũng là tin tốt lành: Theo các số liệu khá tin cậy của Ngân hàng Thế giới, thu nhập bình quân đầu người Việt tăng 2,5 lần, ở mức 2.500USD (2018). Trên 70% dân số (97 triệu người và dự kiến tăng 120 triệu người vào năm 2050) hiện nay dưới 35 tuổi, tạo sức sống nền tảng của nền kinh tế, bất chấp mức độ già hóa tăng nhanh với nỗi lo chưa giàu đã già. Tuổi thọ bình quân 76, cao nhất so với các nước có thu nhập tương tự trong vùng.

Tầng lớp trung lưu hiện nay chiếm 13% dân số và dự báo tăng gấp đôi (26%) vào năm 2026. Lực lượng kinh tế tiềm năng này cho thấy trong các lý do dài hạn dòng vốn đầu tư tiếp tục chảy vào Việt Nam nhiều hơn là nguyên nhân ngắn hạn mang tính cơ hội của cuộc thương chiến Mỹ-Trung.

Chỉ số vốn con người (HCI) Việt Nam đứng thứ hai tại Asean, chỉ sau Singapore. Cách đánh giá không hề cảm tính và chắc chắn không phải là “tin giả” (fake news). Họ có những số liệu rất tiêu biểu và đáng tin. “GDP Việt Nam quý 1 đạt 4,5% , trong khi xuất khẩu tăng 19,2%, mặc dù không như kỳ vọng, vẫn là nền kinh tế thành công trong đại dịch”, bình luận của BBC ngày 2/4/2021 cho thấy nền kinh tế Việt Nam tiếp tục là điểm sáng, ít nhất là “ở cuối đường hầm” của đại dịch.

---

<sup>2</sup> (Báo cáo chứng khoán tháng 12/2019). (Dark clouds continue to gather in the global economy with higher-than-anticipated sluggish economic growth and trade flows in 2019. However, the sun is still shining on the Vietnamese economy- (Taking stock report Dec 2019”).

Nhiều nhà quan sát tăng trưởng kinh tế gần đây đi đến kết luận rằng: đại dịch Covid-19 chắc chắn gây ra rất nhiều khó khăn cho tăng trưởng kinh tế toàn cầu. Nhưng cũng có không ít cơ hội. Nền kinh tế Việt Nam là một trong những “tay chơi” mới trên thị trường toàn cầu đã biết nắm lấy cơ hội và khai thác thành công. Phép lạ tăng trưởng của Việt Nam nằm ở đâu?

### **Hạ tầng cứng và hạ tầng mềm**

Các quốc gia có nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam thường chưa kết nối hoàn chỉnh “hệ thống hạ tầng cứng”, như đường sá, cầu cống, hải cảng, sân bay... Theo Phó Thủ tướng Trịnh Đình Dũng (nhiệm kỳ 2016-2021), phát triển hệ thống kết cấu hạ tầng GTVT trong 5 năm tới là nhiệm vụ cực kỳ quan trọng. Đến năm 2025 dự kiến hoàn thành tuyến đường bộ cao tốc Bắc - Nam phía Đông để cả nước có khoảng 3.858km đường cao tốc, hoàn thành giai đoạn 1 của Cảng Hàng không quốc tế Long Thành, hoàn thành trên 1.700km đường ven biển từ Quảng Ninh đến Cà Mau; đầu tư các công trình giao thông trọng yếu theo quy hoạch, nhất là tuyến vành đai đô thị lớn; chuẩn bị để triển khai một số đoạn đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam. Việt Nam đầu tư khoảng 25 tỷ USD mỗi năm cho cơ sở hạ tầng. Tuy vậy, một số nhà đầu tư vẫn e ngại đối với “tốc độ” chậm chạp trong xây dựng hạ tầng giao thông tại Việt Nam.

Bù lại, Việt Nam đang áp dụng công nghệ không dây nhanh hơn các quốc gia có nền kinh tế phát triển. Bài học của nền kinh tế Trung Quốc cho thấy: Bất chấp những rắc rối trong các ngành công nghiệp cũ do nhà nước quản lý, Trung Quốc vẫn đang tăng trưởng nhanh hơn đáng kể so với Hoa Kỳ, bắt kịp mức thu nhập trung bình, nhờ sự xuất hiện nhanh chóng của “nền kinh tế số” không dây, không tiền mặt.

Việt Nam không thể “từ chối” bài học này, dù quy mô hai nền kinh tế khác nhau nhiều, nhưng đường đạn đạo phát triển khá giống nhau.

Các công ty internet mới cũng đang tăng lên nhanh tại Việt Nam. Với kiến thức về thị hiếu và đa ngôn ngữ, họ đang mở rộng khả năng tiếp cận với nhiều loại dịch vụ như ngân hàng và hoạt động văn phòng, giúp các công ty khởi nghiệp dễ dàng tiến hành. Trung bình, doanh thu từ kỹ thuật số đang tăng và chi phí khởi nghiệp giảm tại các nước có nền kinh tế mới nổi so với các nước có nền kinh tế phát triển. Đây là cơ sở hạ tầng mềm cho kinh tế số Việt Nam đột phá vào tương lai.

Tuy nhiên, sự vắng mặt của du khách nước ngoài đã giáng một đòn mạnh vào ngành du lịch. Hãng tin AFP trích dẫn một phó giám đốc du lịch tỉnh Quảng Ninh: “Chúng tôi đang phải gánh chịu hậu quả nặng nề vì đại dịch.” Tuy nhiên, nền kinh tế Việt Nam ít bị

ảnh hưởng hơn so với các nước phụ thuộc vào du lịch khác trong khu vực như Thái Lan, nơi Quỹ tiền tệ thế giới (IMF) dự đoán nền kinh tế sẽ sụt giảm 7,1% trong năm nay.

### **Bài học xuất khẩu**

Theo IMF, trong số 195 nền kinh tế thế giới hiện này, một số ít vươn lên thoát nghèo và trở thành kỳ tích, chẳng hạn như Nhật Bản, Hàn Quốc và Đài Loan. Bí quyết của họ: sản xuất để **xuất khẩu**.

Lý do đơn giản, một mình thị trường nội địa không thể nào duy trì tốc độ tăng trưởng cao, phải thu hút doanh thu từ khắp nơi trên thế giới.

Khi quyết sách đổi mới vào năm 1986, Việt Nam đã thay đổi bộ phận với nền kinh tế thị trường, hội nhập thế giới và chính sách ngoại giao đa phương, cho phép dàn hỏa tiễn tăng trưởng đủ lực bay vào quỹ đạo của các “ngôi sao tăng trưởng”.

Cũng cần lưu ý rằng mặc dù con đường dẫn đến sự thịnh vượng thông qua sản xuất xuất khẩu đang thu hẹp nhưng nó vẫn chưa đóng lại. Quỹ đầu tư Morgan Stanley đánh giá các nền kinh tế thuộc nhóm này đứng đầu là Việt Nam, sau đó là Bangladesh, Ba Lan và Cộng hòa Séc. Báo cáo của Morgan Stanley: “Họ là một trong những người chiến thắng lớn khi các công ty tìm kiếm mức lương thấp hơn và chuỗi cung ứng ngắn hơn, khi chuyển nhà máy ra khỏi Trung Quốc.”

Phương thức điều hành linh hoạt và thích nghi đã cho phép Việt Nam tận dụng tối đa có thể trong cuộc tranh chấp địa kinh tế gay gắt giữa hai nền kinh tế lớn nhất thế giới là Hoa Kỳ và Trung Quốc.

Mối lo lớn vẫn là: nếu FDI quá lớn và xuất khẩu là động lực tăng trưởng chính, nền kinh tế sẽ phụ thuộc các yếu tố bên ngoài. Trong 10 năm qua Việt Nam đã điều chỉnh thị trường nội địa và thị trường xuất khẩu linh hoạt và chủ động hơn.

### **Kinh tế số**

Các chuyên gia kinh tế nhận định: những biến đổi của đại dịch đang cung cấp khả năng tiếp thêm sinh lực cho ít nhất một số nền kinh tế mới nổi. Những chuyển đổi đó bao gồm một cuộc cách mạng kỹ thuật số đang tăng tốc. Báo cáo mới đây của Google và công ty đầu tư Singapore Temasek đã mô tả nền kinh tế kỹ thuật số của Việt Nam - vốn đang tăng trưởng hơn 40% mỗi năm - là "một con rồng đang được tháo dây". Điều rõ ràng là công nghệ đang định hình lại cách người Việt Nam kinh doanh, sản xuất hàng hóa, giải trí, mua sắm, tổ chức tài chính và giao tiếp. Hiện nay cả nước đang thay đổi căn cước công dân thẻ chip và xóa bỏ hộ khẩu giấy sẽ là cuộc cách mạng số hóa cho tương lai gần.

Chúng ta đang đúng hướng: **nền kinh tế số, cải cách đột phá thể chế và tăng cường cơ sở hạ tầng cho nền sản xuất xuất khẩu**. Các báo cáo nhiệm kỳ 2016-2021 tại kỳ họp Quốc hội cuối tháng 3 vừa qua của chủ tịch nước, chính phủ và quốc hội đều đồng thuận định hướng phát triển đó.

Đại dịch đang thúc đẩy việc áp dụng công nghệ kỹ thuật số, có tác động đặc biệt mạnh mẽ đến các nền kinh tế chưa trưởng thành. Công nghệ kỹ thuật số khó có thể tạo ra tăng trưởng hai con số vì tác động của nó phần lớn chỉ giới hạn trong nước, do vậy nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam vẫn phải đẩy mạnh xuất khẩu.

### **Tiếp tục cải cách thể chế**

Một bước phát triển lớn khác là cải cách thể chế. Chỉ có cải cách thể chế liên tục chúng ta mới đạt được tăng trưởng 2,9% trong đại dịch và kỳ vọng 6,5% vào năm 2021. Thiếu vốn, các nước đang phát triển như Việt Nam đang thúc đẩy cải cách thể chế, với hi vọng sẽ thu hút đầu tư, **thúc đẩy năng suất và thúc đẩy tăng trưởng**.

Nhìn ra chung quanh các nước đều đẩy mạnh cải cách thể chế theo hướng dễ dàng hơn, thuận lợi hơn: Ấn Độ đang nới lỏng luật lao động và các quy tắc đã bảo vệ nông dân khỏi các lực lượng thị trường trong nhiều thập niên. Indonesia cắt giảm thuế và cắt giảm các khoản đầu tư và việc làm. Brazil thúc đẩy kế hoạch cắt giảm quy mô hệ thống lương hưu. Ả-rập Xê-út đang đại tu các quy tắc nhập cư để mở cửa cạnh tranh trên thị trường lao động. Các chiến dịch tương tự đang được tiến hành ở Ai Cập, các Tiểu vương quốc Ả Rập Thống nhất và các quốc gia khác.

Trong năm thứ hai của đại dịch- 2021, một số các nền kinh tế đang phát triển có thể sẽ tăng trở lại và chói sáng như những **ngôi sao thực sự**. Bình luận của cộng đồng các nhà kinh tế thế giới có khuynh hướng chọn Việt Nam như một trong những ngôi sao đó.

### **Cảnh báo lạm phát**

Ngày 31/3/2021 báo Forbes, tạp chí về doanh nghiệp hàng đầu thế giới, đã nhận định: “Việt Nam chiến thắng trong cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung và tỏa sáng trong bối cảnh hỗn loạn Covid-19 cho thấy Hà Nội có một mùa xuân nhất định trong bước đi của mình”. Tuy nhiên, tờ báo này viết: “Trong khi phần lớn thế giới phải vật lộn để tránh các cuộc suy thoái liên quan đến Covid-19, Việt Nam phải đối mặt với một tình thế khó xử hoàn toàn khác: quá nóng”. Mức tăng trưởng 6,5% chính phủ dự đoán vào năm 2021 đã có cảnh báo về lạm phát tăng cao, kéo theo những hệ lụy xã hội mà Việt Nam từng thối thức.

Ông Trương Văn Phước, thành viên chuyên trách Tổ tư vấn kinh tế của Thủ tướng, cho rằng Việt Nam không “nhập khẩu lạm phát”. Trong bài phỏng vấn trên báo Tuổi Trẻ ngày 1/4/2021, ông nói: “Mối quan tâm hàng đầu của nhiều quốc gia trên thế giới hiện nay là kiểm soát dịch bệnh và phục hồi kinh tế chứ không phải vấn đề lạm phát”. Theo ông Phước, trong năm 2021, lạm phát toàn cầu dự báo sẽ tăng ở mức 2,9% so với 2,6% năm 2020. Với kinh tế Việt Nam, thành công trong chống dịch COVID-19 đã tạo ra niềm hy vọng lớn để có thể có tăng trưởng theo dự báo ít nhất 6,5% trong năm 2021 và lạm phát có thể kiểm soát quanh mức 4%. “Về lý thuyết, tiền ra thị trường nhiều sẽ làm giá cả tăng lên. Nhưng tăng bao nhiêu, ở mức nào Nhà nước sẽ can thiệp là vấn đề mọi người quan tâm. Nếu đại dịch COVID-19 đã đặt ra “trạng thái bình thường mới”, trong điều hành tiền tệ cũng có sự linh hoạt kiểu bình thường mới”, ông Phước nhấn mạnh. Xác nhận này của thành viên tư vấn chính phủ cho thấy Việt Nam đã có kịch bản cho tình huống “phản ứng phụ không mong muốn” của lạm phát.

Thật ra, trong khi nhìn ra để học bài học của các nước, chúng ta đồng thời phải nhìn lại để tự học bài học của chính mình, thành công cũng như thất bại, trong ít nhất 20 năm qua. Khi đưa cải cách thể chế vào hạng mục ưu tiên trong nghị trình chính sách, chúng ta đang rút kinh nghiệm hay học bài học của chính mình - một nghị trình không hề dễ, vì như ông Nguyễn Phú Trọng, Tổng Bí thư, thường nói: “Luôn khiêm tốn học hỏi.”

Bài học bây giờ là xoay chuyển các ưu tiên chính sách theo hướng cải cách thể chế và cải thiện giáo dục và đào tạo. Và để khuyến khích việc chấp nhận rủi ro khi dần thay đổi mô hình quản trị, thay vì từ trên xuống dưới, sẽ từ dưới lên. Cách chính phủ thúc đẩy, khuyến khích các địa phương thi đua, cạnh tranh nhau để phát triển địa phương chính là đang áp dụng **mô hình quản trị “từ dưới lên”**. Trong nhiều năm tới chúng ta sẽ không ngạc nhiên khi thấy một địa phương nhỏ như Lai Châu hay Đồng Tháp có thu nhập bình quân đầu người theo kịp với thành phố Hồ Chí Minh - “trung tâm kinh tế” hay Vũng Tàu - nơi xuất khẩu dầu thô của đất nước.

### **Khó khăn phía mặt trời mọc**

Cuối cùng, cái chúng ta muốn không chỉ là các dự báo lạc quan. Vô vàn khó khăn còn ở phía trước. Hành động quyết liệt để vượt khó khăn, đạt đến chiến thắng trong “mục tiêu kép” mới là thực tế. Những “tin xấu” dưới đây thuộc loại khó khăn chúng tôi gọi là “khó khăn phía mặt trời mọc”, nghĩa là nếu chúng ta đủ sức mạnh ý chí, chúng ta có thể thắng tiến đến thành công.

**Tin xấu số 1** là khoảng cách giàu nghèo. Khác với tỷ lệ giảm nghèo đáng khích lệ, khoảng cách giàu nghèo vẫn tiếp tục nở rộng. Hơn 30 năm qua, kể từ thời bắt đầu đổi

mới - mở cửa năm 1986, cùng với tăng trưởng vượt bậc, trở thành nền kinh tế mới nổi được đánh giá cao trong khu vực, Việt Nam cũng đồng thời chứng kiến sự tăng nhanh về bất công xã hội và sự tích tụ tài sản ngày càng lớn của các tầng lớp giàu có.

Năm 2016 Ngân hàng thế giới công bố chỉ số Gini của Việt Nam 0.353, nhưng năm 2019 chỉ số này 0.422 cao hơn mức cảnh báo của Liên hiệp quốc (LHQ) về bất ổn xã hội là 0.400 và cao hơn nhiều vào giữa những năm 80 của thế kỷ trước, khi chỉ số Gini của Việt Nam lúc đó vẫn dưới mức 0.300. Chỉ số bất công này được kích hoạt bởi sự tích tụ tài sản ngày càng tăng của 13% dân số thuộc tầng lớp tinh hoa, giàu có đang bùng nổ tại Việt Nam.

(Hiện tượng “tài sản thừa kế” trở thành “vốn thừa kế” đang bắt đầu lộ dạng tại thị trường vốn Việt Nam. Rất tiếc trong các báo cáo về tình hình thuế của Việt Nam vẫn chưa thấy nhắc đến, ít nhất thuật ngữ này. Trong tác phẩm “Tur bản trong thế kỷ 21” (The capital in the 21st century), kinh tế gia Thomas Piketty đã “gạch dưới” nguồn vốn này và cảnh báo các chính phủ châu Âu và Hoa Kỳ, đã tạo ra bất công nhiều hơn khi không đánh thuế lũy tiến nguồn vốn thừa kế. Ngày 10/4/2021 khi đi taxi công nghệ Grab, người tài xế bất ngờ nhận ra tôi, nói thấy tôi hay lên truyền hình phỏng vấn trong chương trình “Nhà lãnh đạo doanh nghiệp” (TOP CEO) của kênh FBNC (Financial and Business Channel), rồi anh tiếp: Không thấy chú phỏng vấn về các ông chủ trẻ thừa kế tài sản, vốn liếng của gia đình mà trở thành “đại gia” chỉ qua một đêm”. Tôi giật mình: người dân thường như anh tài xế này mà quan tâm tới những thay đổi trong nguồn lực kinh tế của đất nước, một nhà báo như tôi không chú ý thì thật kém cỏi).

Tỷ phú Warren Buffett từng nói về bề nổi của thành tựu kinh doanh: “Chỉ khi nước rút đi mới biết bạn có mặc đồ bơi hay không”. Bản chất nền kinh tế Việt Nam, dù có nhiều tiến bộ, vẫn chưa tiếp cận được sự tự chủ. Như trên đã nói, đây là nỗi lo lớn, mặc dù chính phủ đã có sự cân nhắc cân bằng giữa thị trường xuất khẩu và thị trường tiêu dùng trong nước, nhưng cách tiếp cận còn mang tính chiến thuật ngắn hạn. Đơn giản vì nó vẫn dựa trên đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) và theo thông lệ quốc tế, quyền tư hữu của họ phải được tôn trọng trước nhất. Kinh tế tư nhân trong nước, thật ra, cũng cần một thể chế tôn trọng quyền tư hữu như thế. Lịch sử đã ít nhiều tạo ra các di sản tâm lý tiêu cực về quyền tự do sở hữu này, vì vậy, song song với hành động kinh tế mỗi ngày, chúng ta phải nghĩ đến một hệ thống pháp luật minh bạch tốt nhất có thể về kinh tế tư nhân và sở hữu tư nhân, nhất là về nguồn vốn đất đai. Đây không đơn thuần là kiến tạo thể chế thuận lợi thúc đẩy kinh tế tư nhân, mà là tạo “niềm tin chiến lược” đối với hệ thống chính trị.



Hiện nay hồ còn đầy nước - tức là dòng vốn FDI còn phong phú - nên không ai thấy nền kinh tế đó thật ra đang “phơi nhiễm” những virus hiểm nghèo. Câu hỏi khó vẫn là: nếu vốn nước ngoài ra đi, liệu nền kinh tế Việt Nam sẽ chống đỡ ra sao? Ông Ousmane Dione, Giám đốc quốc gia Ngân hàng Thế giới tại Việt Nam, cho rằng nền kinh tế Việt Nam có sức chịu đựng dẻo dai. Nhưng “nhịn đói để chữa bệnh và ăn ít hơn”, không phải là chọn lựa tốt của phát triển. Chúng ta vẫn cần nguồn tư bản dồi dào từ trong nước. Dự án sân bay Long Thành với nhiều chục tỷ USD có thể là phép thử cho bài toán về mô hình “tư bản nội địa”?

Dù thích hay không, kinh tế Việt Nam nhất thời hiện nay đang có nguồn lợi từ sự cải tổ kinh tế tại các nước láng giềng, nhất là Trung quốc - nền kinh tế lớn thứ hai thế giới. Như trên đã nói, thương chiến Mỹ - Trung và nhân công tại Trung quốc không còn rẻ, đã là động lực khiến các nhà đầu tư nước ngoài đổ vốn vào Việt Nam. (Tất nhiên dịch bệnh Coronavirus tại Trung Quốc vào đầu năm 2020 cũng gây nhiều ảnh hưởng tiêu cực cho nền kinh tế thế giới. Việt Nam không ngoại lệ).

Không có cách nào khác hơn là tận dụng thời cơ để cải thiện nguồn nhân lực, để đến năm 2030, nguồn nhân lực Việt không những đủ về lượng, mà còn tinh thông nghề nghiệp và được trả lương cao. Dù sao, những “tin xấu” trên vẫn thuộc về ngắn hạn hoặc trung hạn (nói theo cách của các nhà ngân hàng). Tin xấu dài hạn chính là tình trạng tham nhũng và lãng phí vẫn tiếp tục làm xấu xí bộ mặt tăng trưởng kinh tế của Việt Nam.

**Tin xấu thứ hai** và cũng là “Tin xấu dài hạn” chính là quốc nạn tham nhũng xói mòn niềm tin của xã hội và khiến bộ máy vận hành nền kinh tế trở nên ngày càng thiếu tự tin. Mới đây Tổng Bí thư nói về **tham nhũng chính trị** tức là tham nhũng quyền lực. Cuộc chiến chống tham nhũng và lãng phí sẽ tiếp tục với những “lò đốt” mới. Giống như chuyến tàu tốc hành tiến về phía trước, công cuộc phát triển của đất nước chỉ có thể đạt đến đích khi mặc định rằng có hệ thống phanh cực kỳ mạnh, cực kỳ an toàn. Cuộc chiến chống tham nhũng là một trong những chiếc phanh trong hệ thống đó.

Nói cho cùng, mọi sự tham nhũng đều là dựa trên quyền lực. Và vì vậy nếu không nhận thực khuôn mặt thật của tham nhũng chính là “tham nhũng chính trị”, các lò đốt vẫn chỉ nóng chung quanh, chưa đi vào cốt lõi.

Tổng Bí thư Nguyễn Phú Trọng đã cho thấy quyết tâm chống tham nhũng, nhưng ông không quên nhắc nhở: Đừng cực đoan. Hiện nay, nhìn chung các dự án phát triển lớn có nguy cơ chậm lại vì tâm lý dè chừng và thụ động trong guồng máy điều hành nền kinh tế. Một trong những dấu hiệu cho sự trì chậm do cán bộ thiếu tự tin này là lời phê phán mạnh mẽ của nguyên Thủ tướng Chính phủ gần đây: “trên nóng dưới lạnh”.

Chính sự chậm tiến độ hiện nay đã trở thành sự lãng phí to lớn nguồn lực và tiềm lực quốc gia. Các cơ quan công vụ “phòng chống tham nhũng” hiện nay vẫn phải làm nhiệm vụ “chống lãng phí”, chính vì vậy, “chống lãng phí” trở nên một loại “phản ứng phụ không mong muốn” mà thôi. Nhưng sự lãng phí hoàn toàn có thể đo đếm, và khi định lượng được, số liệu đó chắc chắn sẽ là “phản ứng chính”, làm bàng hoàng tất cả những ai đóng thuế.

Bạn hãy đi qua khu đô thị mới Thủ Thiêm những ngày này, bạn sẽ có thể sờ vào cái lạnh lẽo chết người của lãng phí. Tại khu chung cư có tên Thuận Việt, khoảng trên dưới 2.500 căn hộ vuông vức, đẹp đẽ... bề ngoài đã bị làm mồi cho cỏ và rần rết hơn 7 năm qua. Bất cứ ai biết tính nhẩm đều có thể rùng mình lo cho sự lãng phí - không chỉ của doanh nghiệp mà của cả quốc gia.

Ai cũng biết “nước ta đất chật người đông”, nhưng sự chạy đua xây các “dinh thự” hành chính ở các địa phương trong cả nước quá phô trương, tốn rất nhiều tiền thuế và đất (cũng là sở hữu của nhân dân), từng bị cố Thủ tướng Võ Văn Kiệt và cố Tổng Bí thư Nguyễn Văn Linh phê bình công khai gay gắt.

Đó là chưa nói đến sự lãng phí vô cùng của các dự án lớn bị trễ hạn. Tiếng Anh chỉ “hạn chót” là “deadline” (nôm na là “đường chết”). Vậy mà chúng ta có bao nhiêu dự án cơ sở hạ tầng tính chục, trăm triệu USD bị vượt qua “hạn chót”. Đường sắt trên cao Cát Linh-Hà Nội là một thí dụ trong rất nhiều thí dụ. Nếu chúng ta đổi lại cách gọi là “hạn chết”, liệu các dự án lãng phí đó có đúng tiến độ hay không? Mới đây, ngày 13/4/ 2021, báo điện tử Zingnews đăng cái tựa lớn: “Các dự án nghìn tỷ dở dang tại Thủ Thiêm”, trong đó dự án cầu Thủ Thiêm 2 và Trung tâm triển lãm quy hoạch TPHCM đến nay vẫn còn dở dang sau nhiều năm thi công. Riêng dự án cầu Thủ Thiêm 2, thi công được gần 70%, bỗng dưng chậm lại từ tháng 9/2020 (không phải vì covid-19) mà vì không được giao mặt bằng (?). Rồi đến tháng 3/2021 nhà thầu tuyên bố đến ngày 15/4/2021 không nhận mặt bằng sẽ “giải thể toàn bộ công trường”. Ôi, một công trình hạ tầng quốc gia, trên 3.000 tỷ mà “chuyện như đùa”! Mặc dù chưa có nghiên cứu định lượng nào về tỷ lệ thuận giữa các công trình hạ tầng dang dở và sự đi xuống của lòng tin nhân dân, nhưng bao nhiêu lời kêu trên báo chí về “sự không thuận tiện” của giao thông cho thấy nỗi khổ của dân chúng. Đó chính là các “cục nợ” lớn của quốc gia.

### **Những cục máu đông**

Thế hệ hiện tại còn nợ nhiều món nợ, không chỉ là lời hứa, còn “nợ có chứng từ” hẳn hoi. Những món nợ đó giống như những cục máu đông trong phản ứng phụ khi chích vaccine chống Covid-19 vậy. "Tôi rất ray rứt về những gì chẳng những chưa làm tốt, thậm chí nơi

này nơi khác còn làm ngược lại... Tôi xin được xin lỗi đồng bào". Nguyên Chủ tịch thành phố lớn nhất nước, thành phố Hồ Chí Minh, Võ Việt Thanh, từng nói như thế trong thông điệp chào mừng đất nước sang thế kỷ mới.

Hành động bao giờ cũng khó hơn lời nói. 21 năm vẫn nợ một lời xin lỗi. Chính vì vậy, Thủ tướng Chính phủ trong phiên giải trình trước Quốc hội ngày 10/11/2020, đã nhấn mạnh: Thách thức lớn nhất không phải là tụt hậu, mà là “thiếu quyết tâm hành động”. Nhìn lại nhiệm kỳ qua, Chính phủ đã thu hẹp rất nhiều khoảng cách giữa lời nói và hành động. Tất nhiên, nếu muốn kể về thành tích, không thiếu những câu chuyện lấp lánh. Những sự lấp lánh đôi khi không thực, còn hành động là thực. Tất cả dự án trì chậm, kém chất lượng đều mang tội lãng phí, nếu chưa có bằng chứng về tham nhũng, lạm quyền.

Nợ một "khu phố Đông"- đô thị mới Thủ Thiêm, năng động hơn, bùng nổ hơn, trẻ trung hơn, so với bên kia sông là phố Tây cổ kính, trầm lặng, với nhiều dấu ấn châu Âu, như mô hình của bất cứ thành phố trên 10 triệu dân nào của thế giới hiện đại. Hiện nay khu đô thị Thủ Thiêm sẽ hóa thân vào “thành phố Thủ Đức” thông minh như kế hoạch. Đó sẽ là món nợ lớn thế hệ bây giờ sẽ nợ con cháu.

Nợ đường tàu điện ngầm để xứng tầm một trung tâm kinh tế - tài chính lớn nhất nước. Theo lời cam kết mới nhất cuối năm 2021 hệ thống tàu metro đầu tiên của Việt Nam này sẽ vận hành. Món nợ lớn này, nếu trả được trong năm 2021, sẽ tạo hiệu ứng niềm tin, trở thành động lực cho những dự án còn lại.

Nợ cầu Thủ Thiêm 2, 3 - "những cây cầu nối những bờ vui".

Nợ công trình chống ngập, nổi như nhối khôn nguôi và cũng là một trong những "thiên nga đen" báo hiệu sự khủng khiếp của biến đổi khí hậu và thảm họa môi trường.

Đó chỉ là các dự án nợ của thành phố lớn nhất nước, nơi đóng góp gần 20% GDP Việt Nam. Còn biết bao dự án hạ tầng dở dang và mới trên khắp nước, tiêu biểu như đường sắt trên không Cát Linh-Hà Đông hay sân bay Long Thành... Rất may, nếu các nhà hoạch định chính sách của đất nước thấy đó vừa là nợ, cũng vừa là cơ hội và nguồn lực có sẵn của tăng trưởng trong năm 2021.

Mục “Những việc cần làm ngay” trên báo Nhân dân của NVL (Nguyễn Văn Linh) vào những năm 90 của thế kỷ trước, thường xuyên nhấn mạnh vào tiết kiệm của dân, bằng cách thực hiện các công trình quốc gia “đúng tiến độ”.

## Vẫn phải đốc sức trên đường đua

Ông Ousmane Dione, Giám đốc Ngân hàng Thế giới tại Việt Nam từng nói: Việt Nam đang tăng tốc hiệu quả trên đường đua, nhưng vẫn chậm hơn các nước khác. Trong 10 nước tham gia Hiệp định thương mại tự do CPTPP, Việt Nam là nước kém phát triển nhất. Điều này không hàm ý là Việt Nam không tiến bộ. “Việt Nam đạt rất nhiều tiến bộ,” Giám đốc Dione nói, “nhưng khi các bạn chạy nhanh, các nước khác họ nhanh hơn”

Chính sự lãng phí nguồn lực tại các địa phương kéo dài quá lâu đang trì kéo sức chạy của cả quốc gia đầy khát vọng này. Cùng với đó là tính thiếu hiệu quả của quản trị công quyền. Nhìn chung guồng máy chúng ta vẫn còn thiếu các nhà quản lý cấp cao, những nhà kỹ trị (technocrat) đầy tâm huyết và lý tưởng. Chính phủ mới đang được bổ sung nhiều hơn các technocrats, hy vọng tạo ra nguồn lực mới đột phá hơn.

## Tránh bình quân trong phân bổ nguồn lực

Như trên đã nói, trong nhiệm kỳ qua Chính phủ đã kích hoạt hiệu quả cơ chế “cạnh tranh địa phương”, giúp khoảng cách giàu-nghèo giữa các địa phương đang dần thu hẹp lại. Tuy vậy, “chủ nghĩa bình quân” trong phân bổ nguồn lực phần lớn phản ánh tính không hiệu quả của cách thức vận hành của guồng máy hơn là các “nguyên nhân cơ chế”. Trong khi đó, “chủ nghĩa bình quân” trong phân bổ nguồn lực cũng là một phần của “tảng băng chìm”. Sự phân phối bình quân nguồn lực khiến cạnh tranh phát triển giữa các địa phương mất đi động lực.

Tập trung nguồn lực vào các địa phương có đông dân số và làm ăn có hiệu quả thay vì phân bổ đồng đều, và ban hành nhiều thể chế thích hợp cho các công ty tư nhân phát triển thịnh vượng, khi đó chúng ta mới có cơ sở để hy vọng nhiều hơn vào tương lai của “tăng trưởng” đẹp và bền vững... hiện nay. Thế giới với xu hướng thiện cảm với Việt Nam, đang tạo cho chúng ta “sức mạnh mềm” vô giá.

**Ông Ken Liffiton, CEO của công ty công nghệ tài chính Adafin** có trụ sở chính tại Hongkong, vẫn trụ lại Việt Nam suốt thời đại dịch, nói với tôi đại ý rằng: “Hình như người dân Việt không tôn trọng luật đi đường cho lắm, nhưng lại rất kỷ luật trong đại dịch Covid-19”. Theo ông, đó có thể là thói quen của một đất nước đã từng trải qua nghiệt ngã của chiến tranh, cũng có thể là một thứ “văn hóa tuân thủ” người Việt Nam học nhanh hơn người Mỹ, theo nhận định của Ken.

Covid-19 cũng là thử thách nghiệt ngã không kém và là phép thử của thời bình. Niềm hi vọng của nền kinh tế Việt Nam hướng tới năm 2045 khi đất nước kỷ niệm 100 năm thành lập Nước Việt Nam dân chủ cộng hòa, sẽ **không những là một nền kinh tế**, trong đó “không ai bị bỏ lại phía sau”, mà còn **“tất cả cùng đến đích: thịnh vượng, tự do và hạnh phúc”**.

40.

## CHÍNH SÁCH PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU XANH Ở VIỆT NAM HƯỚNG TỚI TĂNG TRƯỞNG XANH VÀ BỀN VỮNG

Đỗ Thị Thu Thủy \*

Trịnh Mai Vân \*

### Tóm tắt

*Tăng trưởng xanh được xác định là vấn đề trọng tâm trong chính sách phát triển của nhiều quốc gia trên thế giới, nhằm hướng tới sự phát triển bền vững. Tăng trưởng xanh là xu hướng phát triển tất yếu, đòi hỏi phải huy động được nguồn vốn đa dạng, phong phú. Trong đó thị trường trái phiếu xanh là kênh huy động vốn quan trọng cho tăng trưởng xanh ở các nền kinh tế. Tại Việt Nam, dù cơ chế chính sách phát triển thị trường này đã bắt đầu được hình thành. Song đây vẫn là công cụ huy động vốn khá mới mẻ trên thị trường, chưa được nhiều nhà đầu tư quan tâm. Bài viết tập trung phân tích cơ sở pháp lý và hiện trạng phát triển trái phiếu xanh ở Việt Nam thời gian qua. Từ đó, đề xuất kiến nghị nhằm phát triển thị trường trái phiếu xanh ở Việt Nam trong thời gian tới.*

**Từ khoá:** Trái phiếu, trái phiếu xanh, tăng trưởng xanh.

### 1. Khái quát về trái phiếu xanh

Trái phiếu xanh được ra đời vào năm 2008, do Ngân hàng Thế giới (World Bank) phát hành với mục đích tài trợ vốn cho các dự án xanh về môi trường. Mặc dù thời gian đầu chưa được các nhà đầu tư quan tâm, nhưng khi các vấn đề về môi trường ngày càng trở nên trầm trọng, trái phiếu xanh trở thành một trong những công cụ huy động vốn phổ biến ở các quốc gia trên thế giới.

Theo Tổ chức Sáng kiến Trái phiếu khí hậu (Climate Bonds Initiative - CBI): “Trái phiếu xanh là trái phiếu được phát hành nhằm huy động vốn cho những giải pháp biến đổi khí hậu do chính phủ, ngân hàng, địa phương hoặc doanh nghiệp phát hành, dán nhãn trái phiếu xanh dưới dạng chứng khoán nợ bao gồm chứng khoán hóa, phát hành riêng lẻ, trái phiếu có đảm bảo”.

\* Trường Đại học Kinh tế Quốc dân | Email liên hệ: [trinhmaivan@gmail.com](mailto:trinhmaivan@gmail.com)

Theo Bộ nguyên tắc phát hành và sử dụng nguồn thu từ trái phiếu xanh (Green Bond Principles - GBP) (2015): “Trái phiếu xanh là bất kỳ một loại trái phiếu nào mà số tiền thu được từ việc phát hành trái phiếu được sử dụng cho việc tài trợ hoặc tái tài trợ một phần hoặc toàn bộ dự án liên quan đến môi trường hay còn gọi là dự án xanh như dự án năng lượng sạch, nước sạch... Mỗi quốc gia, tổ chức, khu vực khác nhau sẽ có những cách thức, quy định riêng về việc phát hành loại trái phiếu này nhưng tất cả đều dựa trên một tiêu chuẩn quốc tế GBP. Trong đó, trái phiếu xanh cần tuân thủ 4 nguyên tắc được quy định trong GBP là: sử dụng tiền thu được, đánh giá và chọn lựa dự án, quản lý tiền thu được và báo cáo về việc sử dụng vốn”.

Theo G20 Green Finance (2016): “Trái phiếu xanh được phân biệt với trái phiếu thông thường bởi cam kết sử dụng nguồn vốn huy động để tài trợ hoặc tái cấp vốn cho các dự án hoặc doanh nghiệp xanh. Trái phiếu xanh có thể được phát hành bởi các chủ thể công như chính phủ, chính quyền địa phương hoặc khu vực tư nhân như ngân hàng, doanh nghiệp để tăng vốn cho các dự án gắn liền với môi trường”.

Như vậy, trái phiếu xanh được định nghĩa như một loại chứng khoán có thu nhập cố định nhằm thu hút vốn cho các dự án có lợi ích về môi trường. Theo đó, các khoản tiền thu được từ việc phát hành trái phiếu này sẽ được cam kết đầu tư cho các chương trình tăng cường sự thích nghi và giảm thiểu tác động của biến đổi khí hậu, bao gồm các dự án năng lượng sạch, sử dụng năng lượng hiệu quả, giao thông công cộng và nước sạch... Trái phiếu xanh có thể được phát hành bởi chính phủ, các ngân hàng thương mại, ngân hàng phát triển, các tổ chức tài chính quốc tế, các công ty...

Theo ước tính của Tổ chức năng lượng quốc tế IEA, để giảm một nửa lượng khí thải toàn cầu vào năm 2050, thế giới sẽ cần khoản đầu tư lên đến 46.000 tỷ USD. Trong bối cảnh đó đó, trái phiếu xanh được xem như giải pháp hiệu quả, có thể giúp huy động hàng trăm tỷ USD/năm cho việc phát triển nền kinh tế “sạch” và bền vững.

## **2. Cơ sở pháp lý cho thị trường trái phiếu xanh ở Việt Nam**

Trái phiếu xanh là lĩnh vực đầu tư có tiềm năng phát triển rất lớn, thu hút nguồn vốn từ xã hội để thực hiện những dự án xanh. Nhu cầu về nguồn lực tài chính cho tăng trưởng xanh hiện không nhỏ, ước tính Việt Nam cần tới 30 tỷ USD và cam kết của Chính phủ thông qua hỗ trợ ngân sách quốc gia là cần thiết.

Tại Việt Nam, cơ chế chính sách phát triển thị trường trái phiếu xanh đã cơ bản được hình thành. Thời gian qua, Chính phủ đã ban hành nhiều cơ chế chính sách pháp lý về tăng trưởng xanh và phát triển thị trường trái phiếu xanh:

Ngày 12/4/2012, Chính phủ đã ban hành Quyết định số 432/QĐ-TTg về “phê duyệt

Chiến lược Phát triển bền vững Việt Nam giai đoạn 2011-2020”, trong đó đã đề đến cơ chế, chính sách, huy động nguồn lực tài chính để thực hiện phát triển bền vững.

Ngày 25/09/2012, Thủ tướng Chính phủ tiếp tục ban hành Quyết định số 1393/QĐ-TTg phê duyệt về “Chiến lược quốc gia về tăng trưởng xanh thời kỳ 2011-2020 và tầm nhìn đến năm 2050”, trong đó xác định tăng trưởng xanh là cách thức phát triển phù hợp với yêu cầu đổi mới mô hình tăng trưởng và tái cấu trúc nền kinh tế trong giai đoạn sắp tới của Việt Nam.

Ngày 03/6/2013, Ban Chấp hành Trung ương Đảng (khóa XI) ban hành Nghị quyết số 24-NQ/TW về “Chủ động ứng phó với biến đổi khí hậu, tăng cường quản lý tài nguyên và bảo vệ môi trường”, trong đó khẳng định “Thúc đẩy chuyển đổi mô hình tăng trưởng gắn với cơ cấu lại nền kinh tế theo hướng tăng trưởng xanh và phát triển bền vững”.

Ngày 20/03/2014, Thủ tướng Chính phủ tiếp tục ban hành Quyết định số 403/QĐ-TTg phê duyệt “Kế hoạch hành động quốc gia về tăng trưởng xanh giai đoạn 2014-2020”, trong đó quy định về các nguồn vốn thực hiện các hoạt động gồm: vốn từ NSNN trong Chương trình hỗ trợ ứng phó biến đổi khí hậu; từ nguồn lực của các doanh nghiệp; từ cộng đồng và từ nguồn viện trợ của quốc tế. Đồng thời, Nhà nước sẽ ưu tiên và dành kinh phí thỏa đáng từ ngân sách trung ương và ngân sách địa phương để thực hiện Kế hoạch hành động tăng trưởng xanh, đặc biệt cho nâng cao hiệu quả sử dụng năng lượng và phát triển năng lượng tái tạo. Nhà nước cũng sẽ tạo cơ sở pháp lý khuyến khích các tổ chức tài chính, các DN đầu tư nguồn lực để thực hiện các hoạt động của Kế hoạch hành động tăng trưởng xanh...

Cuối năm 2015, trên khuôn khổ chương trình hợp tác giữa Ủy ban Chứng khoán Nhà nước với Tổ chức Hợp tác Phát triển Đức (GIZ), Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) đã xây dựng Đề án Phát triển thị trường trái phiếu xanh.

Năm 2017, Chính phủ ban hành lộ trình phát triển thị trường trái phiếu năm 2017-2020, tầm nhìn năm 2030 (Quyết định số 1191/QĐ-TTg ngày 14/8/2017), quy định cơ chế và chính sách phân phối thị trường trái phiếu xanh nhằm mục đích cho phép tổ chức phát hành huy động vốn thông qua việc phát hành trái phiếu để thực hiện các dự án xanh. Theo đó, các cơ chế, chính sách về phát triển thị trường trái phiếu xanh được xây dựng theo hướng tạo thuận lợi cho các chủ thể huy động vốn trái phiếu xanh để thực hiện các dự án xanh. Trong đó bao gồm việc xây dựng, hoàn thiện khung tài chính xanh cho các hoạt động trên thị trường vốn như ban hành các quy định, điều kiện khi niêm yết cổ phiếu xanh, báo cáo và giám sát theo các tiêu chí tài chính xanh; huy động vốn đầu tư cho tăng trưởng xanh thông qua thị trường vốn cho các doanh nghiệp, dự án và sản phẩm xanh, niêm yết, phát hành trái phiếu xanh cho các dự án, chương trình và lĩnh vực xanh...

Để phát triển trái phiếu xanh, việc thiết lập một khung trái phiếu xanh là rất cần thiết. Nhằm tiến tới một khuôn khổ pháp lý cho hoạt động này, tại Nghị định 95/2018/NĐ-CP ngày 30/06/2018 (quy định về phát hành, đăng ký, lưu ký, niêm yết và giao dịch công cụ nợ của Chính phủ trên thị trường chứng khoán), Chính phủ đã giao Bộ Tài chính phối hợp với Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Bộ Tài nguyên và Môi trường xây dựng Đề án phát hành trái phiếu chính phủ xanh báo cáo Thủ tướng Chính phủ phê duyệt trước khi triển khai thực hiện. Nội dung của đề án bao gồm: mục đích và khối lượng phát hành; điều kiện, điều khoản của trái phiếu; việc đăng ký, lưu ký, niêm yết và giao dịch... Bên cạnh đó, Nghị định 95/2018/NĐ-CP cũng quy định về điều kiện điều khoản, việc tổ chức phát hành, đăng ký, lưu ký, niêm yết và giao dịch trái phiếu chính phủ xanh. Những quy định về trái phiếu xanh tại Nghị định 95/2018/NĐ-CP, có hiệu lực từ ngày 1/7/2018, được kỳ vọng sẽ thúc đẩy các hoạt động phát hành, niêm yết, giao dịch loại hình trái phiếu này.

Ngoài thị trường trái phiếu chính phủ xanh, thị trường trái phiếu doanh nghiệp xanh cũng là một kênh tiềm năng cho các dự án xanh của các doanh nghiệp. Để tạo điều kiện phát triển thị trường trái phiếu xanh, Chính phủ đã nỗ lực trong việc xem xét, cải thiện và ban hành các chính sách và pháp luật liên quan với mục đích thúc đẩy trái phiếu doanh nghiệp xanh. Ngày 04/12/2018, Chính phủ ban hành Nghị định 163/2018/NĐ-CP về phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Tuy chưa quy định nhiều tiêu chuẩn riêng đối với trái phiếu xanh, tuy nhiên Nghị định này đã bổ sung khái niệm, định nghĩa và một số quy định về trái phiếu doanh nghiệp xanh. Các quy định về trái phiếu doanh nghiệp xanh theo Nghị định 163 dự kiến sẽ tạo ra kênh tiềm năng để huy động vốn cho các dự án xanh trong khu vực tư nhân, tạo nền tảng cho giao dịch sản phẩm phái sinh xanh tại Việt Nam; tạo khung pháp lý để thu hút thêm đầu tư từ các nhà đầu tư trong và ngoài nước quan tâm đến các dự án liên quan đến môi trường tại Việt Nam.

Bên cạnh đó, trong những năm gần đây, các bộ, ngành đã thực hiện nhiều biện pháp hỗ trợ thị trường trái phiếu xanh như hướng dẫn các doanh nghiệp công bố thông tin, cung cấp tính minh bạch về các hoạt động tài chính xanh và khuyến khích doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán để thực hiện các báo cáo tài chính, báo cáo thường niên với các nội dung về phát triển bền vững và tăng trưởng xanh. Tuy nhiên, đến nay, Việt Nam mới thực hiện một số chương trình phát hành trái phiếu xanh mang tính thí điểm, chưa thực hiện phát hành trái phiếu xanh chính thức.

Những chính sách cho tăng trưởng xanh nói chung và trái phiếu xanh nói riêng chính là cơ sở pháp lý quan trọng để các tổ chức, cá nhân ở Việt Nam có thể tham gia đầu tư thu hút vốn từ trái phiếu xanh, cũng như tạo điều kiện thuận lợi cho các dự án xanh ở Việt Nam có điều kiện tiếp cận nguồn vốn.



### **3. Thị trường trái phiếu xanh tại Việt Nam thời gian qua**

#### **3.1. Về nhu cầu vốn cho tăng trưởng xanh giai đoạn 2016 - 2020**

Tại Việt Nam, hậu quả do biến đổi khí hậu đã làm gia tăng mức độ cũng như chu kỳ xảy ra thiên tai như hạn hán, lũ lụt, nước biển dâng... đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến sự phát triển kinh tế, xã hội và đời sống người dân. Nghiên cứu của các tổ chức quốc tế cho rằng, biến đổi khí hậu có thể làm Việt Nam tổn thất 15 tỷ USD/năm, tương đương 5% GDP.

Các cơ quan chức năng Việt Nam cũng ước tính, sự gia tăng 1m của mực nước biển sẽ tác động đến đời sống của khoảng 20% dân số. Ngập lụt và xâm mặn do nước biển dâng sẽ làm thu hẹp diện tích đất canh tác trong nông nghiệp ở cả đồng bằng sông Hồng và đồng bằng sông Cửu Long. Các ngành công nghiệp cũng sẽ bị ảnh hưởng do thiếu hụt nguồn nguyên liệu và năng lượng làm cho chi phí sản xuất tăng cao. Trong bối cảnh đó, Việt Nam xác định, tăng trưởng xanh là một chiến lược quan trọng nhằm hướng đến phát triển bền vững.

Theo quyết định 1670/QĐ-TTg ngày 31/10/2017 của Thủ tướng Chính phủ về “ Phê duyệt chương trình mục tiêu ứng phó với biến đổi khí hậu và tăng trưởng xanh giai đoạn 2016 – 2020” nhu cầu vốn cho ứng phó biến đổi khí hậu và tăng trưởng xanh giai đoạn 2016 – 2020 như sau:

**HỘI THẢO KHOA HỌC QUỐC GIA**  
**ĐỊNH HÌNH LẠI HỆ THỐNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU VÀ CHIẾN LƯỢC CỦA VIỆT NAM**

Nhu cầu vốn chung	Nhu cầu vốn chống biến đổi khí hậu	Nhu cầu vốn cho tăng trưởng xanh
<p>- 30 dự án chuyển tiếp tại văn bản số 1443/TTg-QHQT ngày 19 tháng 9 năm 2012 của Thủ tướng Chính phủ</p> <p>- 42 dự án trồng rừng ngập mặn ven biển, phòng hộ đầu nguồn và một số dự án ưu tiên cấp bách tại văn bản số 78/TTg-QHQT ngày 16 tháng 01 năm 2015 của Thủ tướng Chính phủ</p> <p>- Trồng, phục hồi 10.000 ha rừng ngập mặn ven biển, rừng phòng hộ đầu nguồn nhằm thích ứng với biến đổi khí hậu, hấp thụ 02 triệu tấn khí CO<sub>2</sub> mỗi năm và tạo sinh kế ổn định cho người dân.</p>	<p>+ Xây dựng 1 hệ thống giám sát biến đổi khí hậu, 1 hệ thống giám sát, dự báo xâm nhập mặn thuộc Quy hoạch mạng lưới quan trắc tài nguyên và môi trường quốc gia giai đoạn 2016 - 2025, tầm nhìn đến năm 2030 theo Quyết định số 90/QĐ-TTg ngày 12 tháng 01 năm 2016 của Thủ tướng Chính phủ.</p> <p>+ Xây dựng, nâng cấp từ 6 đến 10 công trình hồ, đập với dung tích 100 triệu m<sup>3</sup> nhằm điều tiết lũ trong mùa mưa, chống hạn trong mùa khô ở các khu vực có mức độ hạn hán gia tăng.</p> <p>+ Xây dựng, nâng cấp từ 6 đến 8 hệ thống kiểm soát mặn, giữ ngọt phù hợp với Kế hoạch Đồng bằng sông Cửu Long; từ 2 đến 3 hệ thống kiểm soát mặn, giữ ngọt tại các khu vực ven biển.</p> <p>+ Xây dựng, nâng cấp 200km đê, kè sông, biển xung yếu ở những khu vực có ảnh hưởng lớn và trực tiếp đến sản xuất, tính mạng và đời sống của trên 3 triệu người dân ở những khu vực ven sông, ven biển.</p>	<p>+ Đến năm 2020, giảm cường độ phát thải khí nhà kính từ 8% đến 10% so với mức 2010; giảm tiêu hao năng lượng tính trên GDP từ 1% đến 1,5% mỗi năm.</p> <p>+ Thay thế 1.000 phao báo hiệu đường thủy nội địa sử dụng đèn ắc quy thành phao báo hiệu sử dụng đèn năng lượng mặt trời.</p> <p>+ Hoàn thiện hạ tầng kỹ thuật nội đồng khu tưới mẫu 100ha; xây dựng mô hình tổ chức quản lý và vận hành hệ thống thủy lợi trong sản xuất lúa theo hướng tăng trưởng xanh; xây dựng khu nghiên cứu, khảo nghiệm cây trồng cạn, khảo nghiệm lúa, nhân giống quy mô 25ha.</p> <p>+ Đầu tư 25 trang thiết bị kiểm định và kiểm toán năng lượng cho ngành công nghiệp khai thác khoáng sản; 29 trang thiết bị kiểm định và kiểm toán năng lượng cho các ngành công nghiệp sản xuất và chế biến khác.</p>

*Nguồn: Quyết định 1670/QĐ-TTg*

Như vậy, có thể khẳng định nhu cầu vốn thực hiện các dự án đầu tư sạch, tăng trưởng xanh, bền vững cũng như tiềm năng phát triển thị trường trái phiếu xanh hiện nay là rất lớn. Tuy nhiên, việc huy động nguồn vốn từ trái phiếu xanh còn rất hạn chế.

### 3.2. Về thực trạng phát hành trái phiếu xanh

Từ cuối năm 2015, Sở GDCK Hà Nội (HNX) đã xây dựng Đề án phát triển thị trường trái phiếu xanh trong chương trình hợp tác giữa Ủy ban Chứng khoán Nhà nước với Tổ chức Hợp tác Phát triển Đức (GIZ). Ngày 20/10/2016, Bộ Tài chính đã phê duyệt Đề án phát hành thí điểm trái phiếu xanh của chính quyền địa phương và chỉ đạo các đơn vị liên quan triển khai thí điểm. Theo đó, trái phiếu xanh được xây dựng nhằm huy động vốn phục vụ cho các công trình xanh như các dự án về thủy lợi, bảo vệ môi trường, điện gió... Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) hỗ trợ các chủ thể phát hành sản phẩm trái phiếu xanh và thí điểm triển khai tại một số địa phương có nhu cầu huy động vốn.

Đến nay, có hai địa phương đầu tiên là TP. Hồ Chí Minh và Bà Rịa - Vũng Tàu đã triển khai đề án này. Trái phiếu được phát hành dưới dạng trái phiếu chính quyền địa phương, kỳ hạn từ 3 - 5 năm.

- Thí điểm phát hành tại TP. Hồ Chí Minh:

Năm 2016, TP. Hồ Chí Minh phát hành trái phiếu qua bảo lãnh của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), kỳ hạn 15 năm, khối lượng 3.000 tỷ đồng. Công ty Đầu tư Tài chính Nhà nước TP. Hồ Chí Minh (HFIC) được UBND TP. Hồ Chí Minh ủy quyền thực hiện toàn bộ nghiệp vụ tổ chức phát hành. Trong đó, có 11 dự án thuộc danh mục dự án xanh, với tổng mức đầu tư 2.619,8 tỷ, dự kiến bố trí từ nguồn vốn trái phiếu phát hành trong năm 2016 là 523,5 tỷ đồng.

Năm 2017, TP. Hồ Chí Minh phát hành trái phiếu có khối lượng 2.000 tỷ đồng, kỳ hạn 10, 15, 20 và 30 năm. Trong đó, có 8 dự án xanh với tổng mức đầu tư 2.989 tỷ, bố trí từ nguồn vốn trái phiếu phát hành của năm 2017 là 364 tỷ đồng. Các danh mục được lập dựa trên danh mục dự án xanh của NHNN;

Đến năm 2018, theo thống kê sơ bộ, TP. Hồ Chí Minh đã phát hành 3.000 tỷ đồng trái phiếu xanh cho 34 dự án.

Vốn phát hành trái phiếu chính quyền địa phương xanh được sử dụng cho các dự án xanh thuộc các lĩnh vực quản lý nguồn nước bền vững, thích ứng với biến đổi khí hậu và các công trình cơ sở hạ tầng bền vững. Nguồn vốn thu được từ phát hành trái phiếu đã được TP. Hồ Chí Minh giải ngân cho các dự án xanh. Trái phiếu nói chung, và trái phiếu xanh của TP. Hồ Chí Minh đã nằm trong danh mục tái cấp vốn, tham gia thị trường mở của Ngân hàng Nhà nước, nhưng chưa được Ngân hàng Nhà nước cho phép dùng để tính dự trữ bắt buộc. Tuy nhiên, chưa có ưu đãi thuế, phí đối với trái phiếu xanh và chưa có danh mục dự án xanh, môi trường ưu tiên.

- Thí điểm phát hành trái phiếu xanh tại Bà Rịa - Vũng Tàu:

Tính đến năm 2018, tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu phát hành trái phiếu xanh với khối lượng phát hành 500 tỷ đồng trái phiếu xanh với kỳ hạn 5 năm cho 8 dự án. Nguồn vốn trái phiếu chính quyền địa phương xanh dự kiến được sử dụng cho 1 dự án về quản lý nguồn nước. Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu đã giải ngân cho các dự án sử dụng vốn trái phiếu chính quyền địa phương xanh đã phát hành.

- Trái phiếu doanh nghiệp xanh:

Trong chương trình hợp tác từ năm 2018, GIZ dự kiến sẽ phối hợp với Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước, Ủy ban Chứng khoán Quốc gia, 2 Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh cùng với IFC xây dựng đề án phát triển TPX doanh nghiệp và TPX định chế tài chính và thí điểm phát hành trái phiếu doanh nghiệp xanh, trước mắt có thể là các công ty thuộc VNSI (Top 20 doanh nghiệp về phát triển bền vững) và các ngân hàng thương mại lớn của Việt Nam.

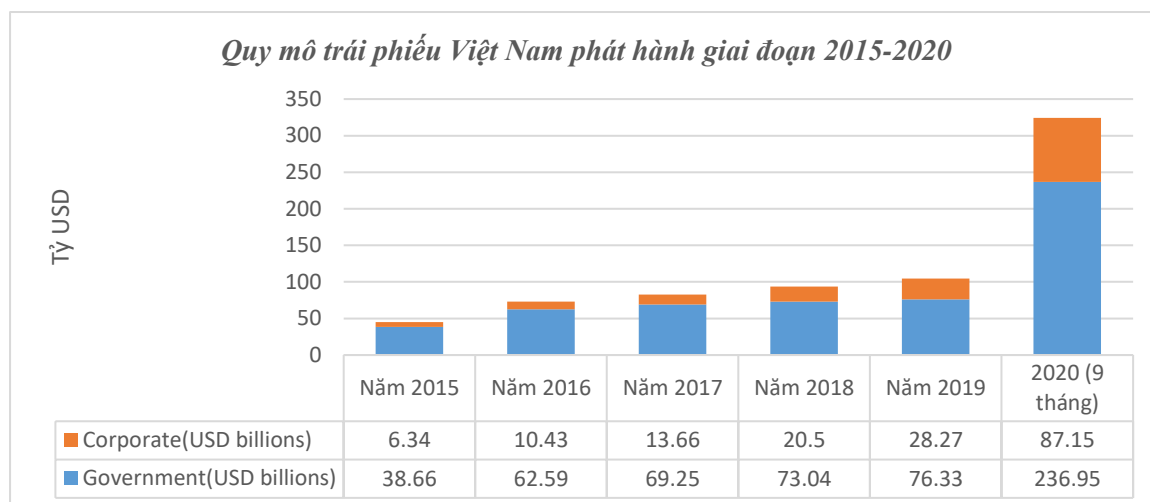
Cuối tháng 8/2019, Công ty cổ phần (CTCP) Điện mặt trời Trung Nam đã phát hành thành công 2.100 tỷ đồng trái phiếu riêng lẻ có kỳ hạn 9 năm và CTCP Trung Nam (sở hữu 70% vốn của CTCP Điện mặt trời Trung Nam) cũng phát hành thành công 945 tỷ đồng với kỳ hạn 5 năm, lãi suất thả nổi bằng lãi suất tiền gửi kỳ hạn 2 năm cộng biên độ 3,5%/năm, riêng năm đầu tiên là 10,5%/năm. Tổng số tiền hai công ty này huy động được là 3.045 tỷ đồng và được sử dụng cho dự án điện mặt trời tại Ninh Thuận.

Đầu tháng 10/2019, CTCP Bamboo Capital (BCG) công bố kế hoạch dự kiến phát hành 900.000 trái phiếu chuyển đổi trong quý IV/2019, lãi suất 5%/năm, kỳ hạn 3 năm, trong đó dự kiến 350 tỷ đồng đầu tư các dự án năng lượng mặt trời, 500 tỷ đồng đầu tư vào các dự án bất động sản, 50 tỷ bổ sung vốn lưu động.

### **3.3. Một số nhận xét**

Việc công cụ trái phiếu xanh đã bắt đầu được sử dụng, đem lại một kênh huy động vốn hiệu quả cho các chính quyền địa phương trong việc tài trợ cho các dự án xanh. Tuy nhiên, giá trị phát hành của trái phiếu xanh so với quy mô thị trường trái phiếu Việt Nam (104,6 tỷ USD vào năm 2019 và 324,1 tỷ USD vào 9 tháng đầu năm 2020) là quá nhỏ bé và không đáng kể.

**Hình 1: Quy mô trái phiếu Việt Nam phát hành giai đoạn 2015 - 2020**



*Nguồn: AsianBondsOnline and Vietnam Ministry of Finance*

Xét về mặt cơ cấu, trái phiếu xanh ở Việt Nam hiện nay chủ yếu là trái phiếu chính quyền địa phương tài trợ cho các dự án xanh, gần như hệ thống các doanh nghiệp chưa tham gia phát hành trái phiếu xanh để huy động vốn. Đây cũng là đặc thù riêng trên thị trường trái phiếu Việt Nam với tỷ trọng trái phiếu chính phủ chiếm đa số, duy trì tại mức trên 90% trong giai đoạn từ 2010- 2018 (ADB, 2019)...

Với cơ cấu và quy mô trái phiếu xanh nêu trên, giá trị huy động vốn từ trái phiếu xanh tại Việt Nam không những thấp so với khu vực mà cũng vô cùng khiêm tốn so với nhu cầu tài trợ cho các dự án tăng trưởng xanh hàng năm của quốc gia. (Tính đến hết tháng 11/2018, quy mô thị trường trái phiếu xanh Đông Nam Á khoảng 5 tỷ USD bao gồm 6 quốc gia trong khu vực với 19 nhà phát hành). Dự kiến để thúc đẩy kinh tế phát triển bền vững, Việt Nam sẽ cần khoảng 30,7 tỷ USD tới năm 2020 và 21,2 tỷ USD cho 10 năm tiếp theo (GIZ, 2018), đây là một nhu cầu vốn rất lớn so với khả năng hiện có từ việc thu hút qua kênh trái phiếu xanh.

Mặt khác, việc phát hành trái phiếu xanh của các chính quyền địa phương nhằm tài trợ các dự án xanh đang thiếu những tổ chức kiểm định để xác định dự án có thực sự “xanh”, chẳng hạn dự án có thực sự hiệu quả trong việc làm giảm khí thải độc hại ra môi trường, vốn vay của dự án có thực sự được dùng cho mục đích môi trường... Chính vì vậy, các cơ quan quản lý cần tạo ra bộ tiêu chuẩn môi trường rõ ràng và có cơ chế giám sát cụ thể để xác định dự án “xanh” theo các chuẩn mực tiên tiến trên thế giới hiện nay, chỉ có như thế, các dự án tại Việt Nam mới có khả năng thu hút thêm dòng vốn ngoại.

Thị trường trái phiếu vẫn còn thiếu vắng sự hoạt động của các tổ chức trung gian như tổ chức định mức tín nhiệm, tổ chức đánh giá độc lập (để thị trường trái phiếu xanh trở

thành kênh huy động vốn quan trọng cho các dự án, chương trình xanh, thị trường cần có sự đa dạng của các tổ chức phát hành và các tổ chức cung cấp dịch vụ trung gian).

Nhận thức của các nhà đầu tư cũng như của tổ chức phát hành đối với lợi ích của đầu tư, phát hành trái phiếu xanh còn hạn chế. Các nhà đầu tư trong nước còn chưa nhận thức đầy đủ về đầu tư có trách nhiệm dẫn đến nhu cầu đầu tư trái phiếu xanh của các nhà đầu tư trong nước còn rất thấp mà phần lớn là nhu cầu của các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài.

Đối với các nguyên tắc trái phiếu xanh của ICMA như giám sát mục đích sử dụng tiền thu được từ phát hành, hạch toán tài khoản riêng, báo cáo sau phát hành cũng chưa có những quy định pháp luật rõ ràng và sẽ mất thêm thời gian để cơ quan quản lý ban hành những văn bản hướng dẫn.

Hiện nay, chưa có hướng dẫn cụ thể 4 chuẩn mực quốc tế về trái phiếu xanh (GBPs) ở Việt Nam và cũng chưa có địa phương nào đưa ra báo cáo đánh giá hiệu quả của các dự án sử dụng nguồn vốn từ trái phiếu xanh. Cụ thể: Bộ Tài chính hướng dẫn vẫn quản lý chung tiền thu được từ trái phiếu xanh, chưa hạch toán, quản lý bằng tài khoản riêng; Bộ Tài chính và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước chưa có quy định về "danh mục dự án xanh", chưa có quy định về đánh giá, báo cáo cho trái phiếu xanh.

Các quy định về trình tự thủ tục lập, thẩm định, phê duyệt triển khai dự án còn phức tạp, kéo dài (Luật Đầu tư công, các nghị định và thông tư hướng dẫn...) ảnh hưởng đến tiến độ giải ngân và tiến độ thực hiện dự án xanh.

Chưa có quy định về việc kiểm soát công bố thông tin, sử dụng vốn, giám sát dự án.

#### **4. Một số khuyến nghị nhằm phát triển thị trường trái phiếu xanh hướng tới phát triển xanh và bền vững ở Việt Nam**

Thứ nhất, cần nâng cao nhận thức của người dân, tạo ra những cải cách trong nền kinh tế và hệ thống tài chính nhằm tạo tiền đề cho việc hình thành và phát triển trái phiếu xanh. Đây cũng chính là yếu tố tiền đề quan trọng giúp Trung Quốc thực hiện thành công việc phát triển trái phiếu xanh. Những chính sách liên quan đến tăng trưởng xanh nói chung, hệ thống tài chính xanh tại Việt Nam nói riêng đã và đang là những định hướng tốt cho các chủ thể trong nền kinh tế chú trọng hơn đến yếu tố môi trường trong các hoạt động của mình tạo ra các chủ thể cung – cầu trái phiếu xanh trên thị trường, cụ thể là nhà đầu tư và các đơn vị phát hành. Trong đó, nhà đầu tư sẽ đưa yếu tố môi trường trở thành nội dung phân tích khi đưa ra quyết định đầu tư, đồng thời, các định chế tài chính, các doanh nghiệp, hiện vẫn chưa chú trọng đến tăng trưởng bền vững, sẽ quan tâm hơn đến yếu tố môi trường và xem xét trái phiếu xanh như là công cụ để thu hút các nguồn vốn tài trợ

cho các dự án xanh. Những yếu tố cấu thành cung cầu trên thị trường được hình thành sẽ góp phần cho trái phiếu xanh ra đời và phát triển tại Việt Nam.

Thứ hai, hoàn thiện cơ sở hành lang pháp lý phục vụ cho việc phát triển trái phiếu xanh – ban hành các chỉ thị, văn bản hướng dẫn liên quan đến trái phiếu xanh. Đặc biệt, cần quy định rõ các tiêu chuẩn trong việc xác định trái phiếu xanh, dự án xanh cũng như các nguyên tắc trong việc phát hành và quản lý nguồn vốn hình thành từ trái phiếu xanh. Những tiêu chuẩn này cần được xây dựng theo GBP 2015 nhưng cũng phải phù hợp với đặc điểm riêng của Việt Nam trong quá trình phát triển kinh tế, chính trị, môi trường và xã hội. Điều này sẽ giúp trái phiếu xanh phù hợp với thị trường trong nước, sớm nhanh chóng trở thành công cụ tài chính được quan tâm trên thị trường. Các nguyên tắc liên quan đến trái phiếu xanh cũng cần được cụ thể hóa, chi tiết hóa để chủ thể phát hành trái phiếu xanh tuân thủ. Bên cạnh đó, minh bạch thông tin liên quan đến việc phát hành và sử dụng nguồn quỹ từ trái phiếu xanh cần được quy định chặt chẽ làm cơ sở cho việc kiểm tra, giám sát của các chủ thể quan tâm. Nghiên cứu và xây dựng bộ chỉ số nhằm đánh giá các công ty phát triển bền vững cũng cần được các cơ quan có thẩm quyền thực hiện nhằm thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư cho trái phiếu xanh.

Thứ ba, Chính phủ cần liên kết với các tổ chức nước ngoài như Ngân hàng Thế giới, UNEP, GIZ... để được tư vấn, hướng dẫn và đánh giá trong việc thực hiện phát hành và phát triển trái phiếu xanh trên thị trường. Kiến thức và kinh nghiệm của các tổ chức này trong việc phát triển xanh những năm qua sẽ rất hữu ích cho Việt Nam trong tiến trình xây dựng và phát triển loại tài sản tài chính này. Đội ngũ chuyên gia hàng đầu về phát triển kinh tế và môi trường đóng vai trò quan trọng trong việc nghiên cứu và tư vấn chính sách cho Chính phủ trong việc phát triển hệ thống tài chính xanh cũng như trái phiếu xanh.

Thứ tư, Việt Nam cần có những chính sách ưu đãi để khuyến khích các chủ thể phát hành trái phiếu xanh và thu hút các nhà đầu tư quan tâm đến loại tài sản này. Sau khi đưa ra được các nguyên tắc liên quan đến trái phiếu xanh, Nhà nước cần đưa ra những ưu đãi về thuế, phí hoặc những thuận lợi khác cho các đơn vị phát hành cũng như những nhà đầu tư trong và ngoài nước. Trong đề án về trái phiếu xanh, Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội đã đưa ra đề xuất đối với Ngân hàng Nhà nước chấp thuận sử dụng trái phiếu xanh trong thị trường mở với ưu đãi là tỷ lệ chiết khấu ở mức cao hơn so với các loại trái phiếu cùng loại. Ngoài ra, để tăng thêm tính thanh khoản cho trái phiếu xanh, Ngân hàng Nhà nước có thể xây dựng cơ chế chấp nhận sử dụng một số loại trái phiếu xanh để làm dự trữ bắt buộc... Điều này sẽ tạo ra tác động tốt đến việc khuyến khích các ngân hàng sở hữu trái phiếu xanh trong danh mục tài sản của mình, góp phần thúc đẩy thị trường phát triển. Tóm lại, muốn phát triển trái phiếu xanh, Chính phủ và các cơ quan có liên

quan cần ban hành nhiều chính sách ưu đãi cho các chủ thể tham gia thị trường vì đây là loại tài sản tài chính còn khá mới mẻ ở thị trường Việt Nam.

Thứ năm, hoàn thiện thị trường trái phiếu trong nước cũng như xem xét việc phát hành trái phiếu ra quốc tế. Thị trường chứng khoán, đặc biệt là thị trường mua bán nợ ở Việt Nam chưa thực sự phát triển mạnh. Do đó, muốn phát triển trái phiếu xanh trong thời gian tới, Việt Nam cần phải có những biện pháp giúp phát triển thị trường mua bán nợ trong thời gian tới, như vậy mới tạo điều kiện thuận lợi để phát triển thị trường trái phiếu xanh. Mặt khác, sau những đợt phát hành trái phiếu ở nước ngoài thành công, Chính phủ cũng cần có định hướng cho việc phát hành trái phiếu xanh ra thị trường quốc tế nhằm thu được nguồn ngoại tệ lớn phục vụ cho việc phát triển kinh tế xanh trong nước.

Thứ sáu, quy định về kiểm soát công bố thông tin, sử dụng vốn, giám sát dự án. Bất kỳ dự án nào khi đi vào hoạt động cũng cần có sự kiểm soát chặt chẽ về nhiều mặt. Các dự án về trái phiếu xanh khá đặc biệt, ngoài những đặc điểm chung của trái phiếu, trái phiếu xanh còn mang đến lợi ích về mặt xã hội, các dự án trái phiếu xanh thường liên quan đến vấn đề bảo vệ môi trường, môi trường xanh. Vì vậy việc kiểm soát là đặc biệt khó khăn.

Thứ bảy, xác định lĩnh vực ưu tiên, xây dựng tiêu chí lựa chọn dự án xanh. Trái phiếu xanh hiện còn là loại chứng khoán khá mới mẻ ở thị trường Việt Nam. Việc mở rộng và phát triển thị trường này hứa hẹn tạo bước tiến mạnh mẽ cho nền kinh tế Việt Nam, bên cạnh đó còn giải quyết được một phần về vấn đề ô nhiễm môi trường đang rất nhức nhối hiện nay. Do còn khá mới mẻ nên cần lập ra từng bước chắc chắn, mở ra lối đi bền vững cho thị trường trái phiếu xanh. Để làm được điều đó cần Bộ Tài chính xác định rõ lĩnh vực ưu tiên là gì? Và các tiêu chí lựa chọn dự án xanh mà lợi suất trái phiếu tài trợ là gì?

Thứ tám, nghiên cứu quy trình đánh giá kỹ thuật các dự án, công nghệ xanh. Cùng với sự phát triển nhanh chóng của khoa học công nghệ, các vấn đề môi trường đang ở mức đáng báo động. Các dự án trong và ngoài nước đang dần chuyển sang hướng “xanh” hơn. Các quy trình đánh giá kỹ thuật các dự án cũng trở nên nghiêm ngặt và chặt chẽ hơn. Việt Nam là nước mới bước chân vào thị trường trái phiếu xanh do đó Bộ Tài nguyên và Môi trường cần nghiên cứu một cách kỹ lưỡng về quy trình này, tránh xảy ra sai sót và nhầm lẫn.

Nói tóm lại, trái phiếu xanh là một trong những tài sản tài chính xanh còn khá mới mẻ ở Việt Nam. Để có thể hình thành và phát triển trái phiếu xanh trong tương lai, chúng ta cần phải thực hiện những cải cách về kinh tế, tài chính để nâng cao ý thức trách nhiệm về môi trường trong xã hội, đồng thời, hoàn thiện hành lang pháp lý về trái phiếu xanh làm cơ sở để loại tài sản này ra đời và phát triển trong tương lai. Bên cạnh đó, thiết lập



những đơn vị độc lập, ban hành những chính sách ưu đãi kết hợp với việc đa dạng hóa thị trường phát hành sẽ là những điều kiện cần thiết để trái phiếu xanh thực sự trở thành công cụ thu hút vốn hữu hiệu cho các dự án kinh tế xanh của Việt Nam trong tương lai.

### **Tài liệu tham khảo**

- Đình Chiến (2020), Khung khổ pháp lý đối với thị trường trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu xanh còn nhiều khoảng trống, tạp chí pháp lý Điện tử.
- G20 Green Finance study group (2016), “Green Bonds: Country experiences, barriers and options”.
- Green Bond market Report (2017) - Climate Bond Initiatives (CBI).
- Hồ Hạnh Mỹ (2016), Tài chính xanh cho tăng trưởng và phát triển bền vững ở Việt Nam, Tạp chí khoa học và đào tạo Ngân hàng.
- Lại Thị Thanh Loan (2019), Thị trường tài chính xanh tại Việt Nam: Thực trạng, kinh nghiệm quốc tế và giải pháp, Tạp chí tài chính tiền tệ.
- Lê Thị Hằng (2016), Chính sách tài chính hướng đến tăng trưởng xanh – những vấn đề đặt ra, Tạp chí Tài chính 4/2016
- Lê Văn Bắc – Công ty Đầu tư Tài chính nhà nước TP.HCM (HFIC) - Phát hành thí điểm trái phiếu xanh chính quyền địa phương tại Thành phố Hồ Chí Minh.
- Minh Châu – Đặng Đông – Ngọc Phát – Lê Nam (2020) Trái phiếu xanh: Thuận lợi và khó khăn để phát triển ở thị trường chứng khoán Việt Nam.
- Nghị định số 163/2018/NĐ-CP quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp.
- Nghị định số 95/2018/NĐ-CP quy định về phát hành đăng ký, lưu ký, niêm yết và giao dịch công cụ nợ của chính phủ trên thị trường chứng khoán.
- Nghị quyết số 24-NQ/TW (2013) về “Chủ động ứng phó với biến đổi khí hậu, tăng cường quản lý tài nguyên và bảo vệ môi trường.
- Phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam giai đoạn 2016 - 2020 và tầm nhìn đến năm 2030- Tạp chí Tài Chính (2017).
- Phát triển thị trường trái phiếu xanh ở Trung Quốc- Hà Nội, Việt Nam, 10/11/2017, Hội nghị về Thị trường vốn xanh, Qi Lan, Quản lý Dự án Cao cấp, Đối thoại về tính Bền vững của các Thị trường mới nổi – Tài chính.
- Quản Thu Trang (2019), Trái phiếu xanh: Việt Nam trong nỗ lực bắt nhịp với kỷ nguyên tài chính xanh toàn cầu, Tạp chí ngân hàng, số 17. 2019.
- Quyết định số 1191/QĐ-TTg (2017) phê duyệt lộ trình phát triển trái phiếu giai đoạn 2017 -2020, tầm nhìn đến năm 2030.
- Quyết định số 1393/QĐ-TTg (2012) phê duyệt về “Chiến lược quốc gia về tăng trưởng xanh thời kỳ 2011- 2020 và tầm nhìn đến năm 2050.

Quyết định số 403/QĐ-TTg phê duyệt Kế hoạch hành động quốc gia về tăng trưởng xanh giai đoạn 2014-2020.

Quyết định số 432/QĐ-TTg (2012) về “phê duyệt Chiến lược Phát triển bền vững Việt Nam giai đoạn 2011-2020.

Trần Thị Thanh Tú (2020), Phát triển hệ thống tài chính xanh nhằm thúc đẩy kinh tế xanh ở Việt Nam, Nhà xuất bản Khoa học và Kỹ thuật.

Trần Thị Thanh Tú (2020), Hệ thống tài chính xanh: Yếu tố tiên quyết cho phát triển kinh tế xanh, Tạp chí Khoa học - Công nghệ Việt Nam.

Trần Thị Xuân Anh và cộng sự (2019), Tài chính xanh cho phát triển kinh tế xanh tại Việt Nam- những vấn đề cần tháo gỡ, Tạp chí Khoa học và đào tạo Ngân hàng, số 209, tháng 10 năm 2019.

Trần Trọng Thiết (2020,), Phát triển thị trường trái phiếu xanh tại sao không?

Viên Thế Giang (2017) Tài chính cho phát triển kinh tế xanh ở Việt Nam - Khuôn khổ chính sách, pháp luật và thực tiễn thi hành, Tạp chí phát triển KH&CN, Tập 20, số Q2 - 2017.

Vụ Phát triển thị trường chứng khoán- UBCKNN (2017), Định hướng phát triển thị trường vốn xanh và các sản phẩm tài chính xanh tại Việt Nam.

# 41.

## TÁC ĐỘNG CỦA PHÁT TRIỂN TÀI CHÍNH LÊN TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ VỚI BỘ CHỈ SỐ PHÁT TRIỂN TÀI CHÍNH TỔNG HỢP MỚI

Nguyễn Khắc Quốc Bảo \*

Huỳnh Thị Thúy Vy \*

Phạm Dương Phương Thảo\*

### Tóm tắt

*Bài nghiên cứu này xây dựng bộ chỉ số phát triển tài chính tổng hợp mới bao gồm cả bốn tiêu chí là: độ sâu tài chính, khả năng tiếp cận, tính hiệu quả và tính ổn định của hệ thống tài chính của cả các tổ chức tài chính và trên thị trường vốn. Qua đó phân tích tác động của tài chính lên tăng trưởng kinh tế một cách đầy đủ và toàn diện nhất. Từ các bằng chứng thực nghiệm được tìm thấy, chúng tôi đã giải thích được các mâu thuẫn trước đây khi phân tích mối quan hệ giữa tài chính – tăng trưởng. Đó là, nghiên cứu tìm thấy được tác động tích cực (là do độ sâu tài chính của các tổ chức tài chính và khả năng tiếp cận vốn của thị trường vốn) và tác động tiêu cực (là do tính bất ổn của hệ thống tài chính) của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế, cũng như độ sâu tài chính trong thị trường vốn, khả năng tiếp cận lẫn tính hiệu quả của các tổ chức tài chính không ảnh hưởng lên tăng trưởng kinh tế. Các nhà hoạch định chính sách tại mỗi quốc gia có thể dựa trên các kết quả này để xây dựng cũng như hoàn thiện hệ thống tài chính của mình trong giai đoạn mà hệ thống tài chính thế giới đang được định hình lại để có thể thúc đẩy sự phát triển kinh tế bền vững tại quốc gia mình.*

**Từ khóa:** Phát triển tài chính, tăng trưởng kinh tế, bộ chỉ số phát triển tài chính.

### 1. Giới thiệu

Mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế luôn là một trong những chủ đề được quan tâm trong các cuộc thảo luận về học thuật và chính sách xuyên suốt nhiều thế kỷ qua. Mặc dù đã có rất nhiều nghiên cứu học thuật về mối quan hệ giữa phát triển

---

\*Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [nguyenbao@ueh.edu.vn](mailto:nguyenbao@ueh.edu.vn)

tài chính và tăng trưởng kinh tế có từ đầu thế kỷ 20 nhưng đáng ngạc nhiên cho đến nay không có sự đồng thuận nào được đưa ra. Liên kết giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế đã trở thành một câu đố phức tạp không chỉ trong nghiên cứu riêng lẻ từng quốc gia mà đòi hỏi sự đánh giá đầy đủ trong nghiên cứu của chung cả khu vực và toàn thế giới. Vì sự mâu thuẫn của các bằng chứng được đưa ra, các nhà nghiên cứu đã nhấn mạnh sự cần thiết phải tinh chỉnh liên tục các công cụ nghiên cứu được sử dụng để phân tích mối quan hệ tài chính - tăng trưởng. Mâu thuẫn xung quanh mối quan hệ tài chính - tăng trưởng xảy ra vào thời điểm hầu hết các quốc gia trên thế giới đang chiến đấu để cải thiện tốc độ tăng trưởng kinh tế hoặc ít nhất là duy trì chúng, để cải thiện mức sống của công dân và hạn chế thâm hụt (Claessens và cộng sự, 2010). Trong lúc tăng trưởng kinh tế bền vững luôn là một thách thức đối với nhiều quốc gia và cũng như là mục tiêu của họ thì cuộc khủng hoảng tài chính đã làm cho tình hình tồi tệ hơn. Do đó, nhiều quốc gia, đặc biệt là các nước thu nhập trung bình và thấp, phải đối mặt với những thách thức lớn trong nỗ lực tăng trưởng, giảm tỷ lệ nghèo đói, thất nghiệp và hòa nhập vào nền kinh tế thế giới. Với tốc độ toàn cầu hóa ngày càng nhanh chóng và năng động hơn đã tạo nên áp lực rất lớn đối với một số nước đang phát triển để hiện đại hóa các lĩnh vực tài chính theo xu hướng toàn cầu, để tránh bị bỏ lại phía sau trong động lực cố gắng thúc đẩy nhanh hơn, tốt hơn và an toàn hơn giao dịch tài chính. Ngay cả đối với các nền kinh tế đã phát triển cũng đang chịu áp lực rất lớn để tăng cường tăng trưởng kinh tế và phát triển các lĩnh vực tài chính của họ, để ít nhất duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế hiện có và tiếp tục thiết lập xu hướng toàn cầu. Trong tất cả những điều này, vẫn còn câu hỏi liệu phát triển tài chính có còn quan trọng đối với quá trình tăng trưởng kinh tế nữa hay không, và tác động thật sự của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế là gì? Là ảnh hưởng tích cực lên tăng trưởng kinh tế hay tăng trưởng kinh tế bị ảnh hưởng bất lợi bởi việc có “quá nhiều tài chính” hay không?

Để phân tích mối quan hệ này, các nhà nghiên cứu đã sử dụng nhiều thước đo khác nhau để đo lường phát triển tài chính. Các chỉ số được sử dụng phổ biến nhất chủ yếu tập trung vào 3 nhóm chính là: độ sâu tài chính, các chỉ số liên quan đến hoạt động của ngân hàng và hoạt động tài chính. Hoặc phát triển hơn là sử dụng chỉ số tổng hợp về độ sâu tài chính. Tuy nhiên, phát triển tài chính là một khái niệm đa chiều và hệ thống tài chính ngày càng phát triển, hiện đại và đa dạng hơn. Mặc dù các ngân hàng vẫn đóng vai trò là lớn nhất và quan trọng nhất, các công ty bảo hiểm, quỹ tương hỗ, quỹ hưu trí, công ty đầu tư mạo hiểm và nhiều loại hình tổ chức tài chính phi ngân hàng khác hiện ngày càng phát triển hơn và đóng vai trò thực chất. Tương tự, thị trường tài chính đã phát triển theo cách cho phép các cá nhân và doanh nghiệp đa dạng hóa tiền tiết kiệm của họ với các hình thức khác nhau. Hơn nữa, một trong tính năng quan trọng của hệ thống tài chính là khả năng tiếp cận và tính hiệu quả của chúng. Các hệ thống tài chính lớn được sử dụng hạn chế nếu

chúng không thể tiếp cận được với tỷ lệ đủ lớn người dân và các doanh nghiệp. Ngay cả khi các hệ thống tài chính có quy mô lớn và có phạm vi rộng, đóng góp của chúng cho phát triển kinh tế sẽ bị hạn chế nếu bị lãng phí và không hiệu quả (Svirydzenka, 2016). Thêm vào đó, sự đa dạng của hệ thống tài chính giữa các quốc gia cũng ngụ ý cần phải xem xét nhiều chỉ số để đo lường sự phát triển tài chính. Xem xét tầm quan trọng của vấn đề này, nhóm nghiên cứu của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) đã ủng hộ việc xây dựng chỉ số phát triển tổ chức tài chính và thị trường tài chính về quy mô của các tổ chức tài chính và thị trường (độ sâu tài chính), mức độ mà cá nhân có thể và sử dụng dịch vụ tài chính (khả năng tiếp cận), và hiệu quả của các trung gian tài chính và thị trường trong việc trung gian các nguồn lực và tạo điều kiện cho các giao dịch tài chính (tính hiệu quả). Trong khi đó, theo quan điểm của Ngân hàng Thế giới (World Bank –WB) phát triển tài chính còn cần phải tính đến sự ổn định của các tổ chức tài chính và thị trường tài chính (tính ổn định).

Theo Lown và cộng sự (2000), Cihak và cộng sự (2008), Trew (2008), Hakkio và Keeton (2009) cho rằng bất ổn tài chính có thể ảnh hưởng lên mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế. Theo họ bất ổn tài chính có thể dẫn đến tăng trưởng kinh tế chậm lại thông qua việc gia tăng chi phí cho các doanh nghiệp và chi tiêu tài chính của hộ gia đình, do đó có tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế. Vì vậy, khi phân tích tác động của phát triển tài chính cần phải xem xét đến cả 4 tiêu chí: độ sâu tài chính, tiếp cận tài chính, tính hiệu quả và tính ổn định tài chính. Tuy nhiên, các nghiên cứu thực nghiệm hiện tại không xem xét phương pháp đa chiều này để xây dựng chỉ số phát triển tài chính, và tính đến hiện tại vẫn chưa có nghiên cứu nào đưa ra cách tính chỉ số phát triển tài chính khái quát nhất với đầy đủ bốn đặc tính của phát triển tài chính. Do đó, vẫn chưa có nghiên cứu nào phân tích tác động của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế một cách khái quát và toàn diện nhất, bao gồm tác động tổng thể và tác động của từng thành phần trong phát triển tài chính, cũng như tác động thật sự của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế là độ sâu tài chính, khả năng tiếp cận, tính hiệu quả hay tính ổn định của hệ thống tài chính. Và nếu tác động của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế là do tất cả bốn thành phần này cùng tác động lên hoặc là do một trong những thành phần nào tác động mạnh nhất thì đây cũng thật sự là một thách thức lớn đối với các nhà hoạch định chính sách trong việc đưa ra các chính sách quản lý lại hệ thống tài chính của quốc gia.

Bài nghiên cứu xây dựng bộ chỉ số tài chính tổng hợp mới dựa trên 4 tiêu chí: độ sâu tài chính, khả năng tiếp cận, tính hiệu quả và tính ổn định của hệ thống tài chính. Từ đó phân tích tác động của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế dựa trên 11 chỉ số phát triển tài chính của 33 quốc gia trên thế giới.

## 2. Xây dựng bộ chỉ số phát triển tài chính tổng hợp mới

Chỉ số phát triển tài chính tổng hợp mới được xây dựng dựa trên đề xuất của Svirydzenka (2016) – IMF và WB với sự kết hợp của 4 thành phần là chiều sâu tài chính, khả năng tiếp cận, tính hiệu quả và tính ổn định tài chính với tổng cộng 25 chỉ số được thu thập từ IMF, BIS và WB. Bảng 1 trình bày các chỉ số được sử dụng để đo lường chỉ số phát triển tài chính tổng hợp mới trong bài nghiên cứu.

**Bảng 1. Các chỉ số đo lường chỉ số phát triển tài chính tổng hợp mới theo IMF và WB**

Tiêu chí	Chỉ số	
	Tổ chức tài chính	Thị trường tài chính
Độ sâu	Tín dụng tư nhân trên GDP	Vốn hóa thị trường chứng khoán trên GDP
	Giá trị tài sản quỹ hưu trí trên GDP	Tổng giá trị cổ phiếu giao dịch trên GDP
		Chứng khoán nợ quốc tế của chính phủ trên GDP
	Giá trị phí bảo hiểm nhân thọ trên GDP	Tổng các chứng khoán nợ tư nhân trong nước trên GDP
	Giá trị phí bảo hiểm phi nhân thọ trên GDP	Tổng các chứng khoán nợ công cộng trong nước trên GDP
Khả năng tiếp cận	Chi nhánh ngân hàng trên 100.000 người	Phần trăm vốn hóa thị trường ngoài Top 10 công ty lớn nhất
	ATM trên 100.000 người	Phần trăm giá trị giao dịch ngoài Top 10 công ty lớn nhất
Tính hiệu quả	Tỷ lệ thu nhập lãi thuần	Tỷ lệ doanh thu thị trường chứng khoán
	Thu nhập ngoài lãi trên tổng thu nhập	
	Chi phí chung trên tổng tài sản	
	Lợi nhuận trên tổng tài sản	
	Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	
Tính ổn định	Chỉ số Z	Biến động giá chứng khoán
	Nợ xấu ngân hàng trên tổng nợ	
	Tín dụng ngân hàng trên tiền gửi ngân hàng	
	Tỷ lệ vốn điều lệ so với tài sản điều chỉnh theo trọng số rủi ro	
	Tỷ lệ tài sản lưu động so với tổng tiền gửi và quỹ đầu tư ngắn hạn	

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ IMF và WB*

Phương pháp tính chỉ số tổng hợp mới được dựa trên kết hợp phương pháp của Svirydzienka (2016) – IMF và Cẩm nang xây dựng chỉ số tổng hợp của OECD (2008). Các bước cụ thể để xây dựng bộ chỉ số phát triển tài chính mới theo thứ tự như sau:

Bước 1: Mỗi chuỗi dữ liệu được winsorize để ngăn chặn các giá trị vượt quá làm biến dạng chỉ số giữa 0 – 1;

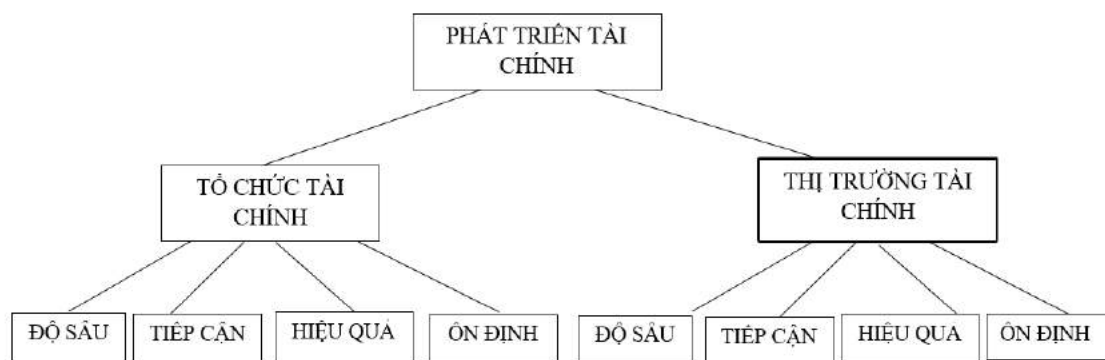
Bước 2: Các chỉ số đã được winsorize tiếp tục được chuẩn hóa giữa 0 – 1 bằng cách sử dụng phương pháp min – max;

Bước 3: Các chỉ số sau đó được tổng hợp thành tám chỉ số phụ ở hàng dưới cùng của Hình 1. Mỗi một chỉ số tổng hợp là trung bình tuyến tính có trọng số của chuỗi bên dưới, trong đó các trọng số có được từ phương pháp phân tích thành phần chính (PCA);

Bước 4: Tất cả các chỉ số phụ tiếp tục chuẩn hóa lại một lần nữa bằng phương pháp min – max để giữ cho các chỉ số luôn nằm giữa 0 và 1;

Bước 5: Cuối cùng, các chỉ số phụ được tổng hợp thành chỉ số cao hơn bằng cách sử dụng quy trình tương tự từ bước 1 đến bước 4 và cuối cùng là xây dựng chỉ số phát triển tài chính tổng hợp cuối cùng theo như ma trận Hình 1.

**Hình 1: Ma trận chỉ số phát triển tài chính mới theo WB**



*Nguồn: WB*

Về xử lý dữ liệu bị thiếu, chúng tôi dựa vào thuật toán K – nearest neighbour (KNN). Thuật toán này dựa trên giả định là những thứ có tính chất gần giống nhau sẽ nằm ở vị trí gần nhau, với giả định như vậy thì KNN được xây dựng trên các công thức toán học để tính toán khoảng cách giữa hai điểm dữ liệu để xem xét mức độ giống nhau của chúng. Một điểm hữu ích của thuật toán KNN khi tính toán giá trị bị thiếu là KNN không cần dựa trên các tham số khác nhau để tiến hành phân loại dữ liệu, không đưa ra bất kỳ kết luận cụ thể nào giữa các biến đầu vào và biến mục tiêu, mà chỉ dựa trên khoảng cách giữa điểm dữ liệu cần phân loại với điểm dữ liệu đã phân loại trước đó. Đây là điểm cực kỳ hữu ích vì hầu hết dữ liệu trong thế giới thực không thực sự tuân theo bất kỳ giả định lý thuyết nào.

### 3. Mô hình nghiên cứu

#### 3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu của tất cả các quốc gia trên thế giới. Để xây dựng bộ chỉ số phát triển tài chính mới và phân tích tác động của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế. Chúng tôi dựa vào bộ chỉ số phát triển tài chính của WB và loại trừ các quốc gia không có thị trường chứng khoán cũng như không cung cấp đầy đủ thông tin. Khi đó, mẫu nghiên cứu cuối cùng bao gồm 33 quốc gia cụ thể: Argentina, Australia, Austria, Brazil, Canada, Chile, China, Colombia, Germany, Greece, Hongkong, Hungary, Ireland, Israel, Italy, Japan, Korea, Luxembourg, Malaysia, Mexico, Norway, Peru, Philippines, Poland, Russian, Singapore, South Africa, Spain, Switzerland, Thailand, Turkey, United Kingdom, United States). Vì bộ dữ liệu các chỉ số phát triển tài chính của WB chỉ gần như đầy đủ các chỉ số của các quốc gia bắt đầu từ năm 2004 và cập nhật đến 2017. Do đó, thời gian nghiên cứu của chúng tôi trong giai đoạn 2004-2017.

**Bảng 2: Kết quả trọng số theo phương pháp phân tích thành phần chính**

	FI				FM				FI	FM	FD
	Độ sâu tài chính	Khả năng tiếp cận	Tính hiệu quả	Tính ổn định	Độ sâu tài chính	Khả năng tiếp cận	Tính hiệu quả	Tính ổn định			
PC1	0.515	0.682	0.609	0.3519	0.3819	0.909			0.418	0.469	0.778
PC2	0.254		0.231	0.2379	0.2427				0.265	0.277	
PC3				0.2009							

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

#### 3.2. Mô hình nghiên cứu

Chúng tôi xây dựng mô hình nghiên cứu dựa trên dữ liệu bảng để phân tích tác động của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế, trong đó tập trung vào cả phân tích tuyến tính và phi tuyến giữa hai biến số này

Đầu tiên chúng tôi xây dựng mô hình dữ liệu bảng dựa trên tác động tuyến tính của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế cụ thể như sau:

$$GROWTH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FD_{i,t} + \beta_2 Z_{i,t} + \varepsilon_t \quad (1)$$



Trong đó: GROWTH là tốc độ tăng trưởng kinh tế, FD là bộ mười một chỉ số phát triển tài chính theo như ma trận Hình 1, Z là nhóm các biến kiểm soát bao gồm: độ mở thương mại (chỉ số đánh giá tầm quan trọng của các yếu tố quốc tế trong việc ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế), tích lũy tài sản cố định gộp (chỉ số đánh giá đầu tư vào vốn vật chất), tỷ lệ gia tăng dân số (chỉ số đánh giá sự tăng trưởng của lực lượng lao động).

Một trong các giả định thường gặp trong dữ liệu bảng là dữ liệu phải độc lập từng phần. Các ước lượng bị sai lệch có thể là kết quả của việc không xem xét đến sự phụ thuộc chéo, từ đó dẫn đến kết quả không chính xác trong kiểm định nghiệm đơn vị. Do đó, trong bài nghiên cứu này chúng tôi sử dụng kiểm định sự phụ thuộc chéo của Pesaran (2004) với thống kê CD, vì kiểm định này áp dụng cho cả mẫu có phụ thuộc chéo lớn và nhỏ và cung cấp kết quả cho cả dữ liệu bảng cân bằng và không cân bằng. Nếu có sự phụ thuộc chéo trong dữ liệu bảng, thì không thể sử dụng kiểm định nghiệm đơn vị thể hệ đầu tiên. Trong trường hợp này, kiểm định nghiệm đơn vị thể hệ thứ hai CIPS (cross-sectionally augmented IPS) của Pesaran (2007) được sử dụng để thay thế. Tiếp đó, nếu các biến dừng ở cùng một mức sai phân thì có thể áp dụng kỹ thuật đồng liên kết bảng để phân tích mối quan hệ dài hạn. Ngược lại nếu các biến số này tích hợp ở các mức sai phân bậc gốc  $I(0)$  và bậc một  $I(1)$  thì kỹ thuật ước lượng mô hình ARDL được sử dụng để lựa chọn mô hình tối ưu nhất. Khi đó mô hình nghiên cứu theo Loayza và Ranciere (2006) và Samargandi và cộng sự (2015) như sau:

$$GROWTH_{i,t} = \sum_{j=1}^{p-1} \gamma_j^l \Delta GROWTH_{i,t-j} + \sum_{j=0}^{q-1} \delta_{ij}^l \Delta X + \varphi^i [GROWTH_{i,t-1} - \{\beta_0^i + \beta_1^i X_{i,t-1}\}] + \varepsilon_t \quad (2)$$

Trong đó: X là nhóm các biến độc lập bao gồm các biến phát triển tài chính và các biến kiểm soát, tương ứng với các độ trễ  $q_1, q_2, q_3, q_4$  lần lượt là biến phát triển tài chính, TRADE, GROSS và POP.

Phương trình (2) có thể được ước lượng bởi hai công cụ ước lượng khác nhau: mô hình nhóm trung bình (MG) của Pesaran và Smith (1995), mô hình nhóm trung bình gộp (PMG) được phát triển bởi Pesaran và cộng sự. (1999).

#### 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Kết quả của Bảng 3 cho thấy rằng ngoại trừ biến POP, FI, FID và FIS thì tất cả các biến còn lại đều đã bác bỏ giả thuyết  $H_0$  - không có sự phụ thuộc chéo với mức ý nghĩa là 1%. Kiểm định CD của Pesaran của mô hình tìm thấy bằng chứng sự phụ thuộc chéo giữa các bảng. Phát hiện này cho thấy chúng ta cần tiến hành kiểm định nghiệm đơn vị thể hệ thứ hai.

**Bảng 3: Kết quả kiểm định sự phụ thuộc chéo**

Biến	CD_Test	P_Value	CD_test(Model)
GROWTH	47.643	0.000*	
GROSS	4.57	0.000*	
TRADE	11.256	0.000*	
POP	0.379	0.705	
FD	17.426	0.000*	41.608 (0.000)*
FI	0.775	0.439	44.959 (0.000)*
FM	17.788	0.000*	41.266 (0.000)*
FID	1.091	0.275	41.608 (0.000)*
FIA	27.456	0.000*	44.593 (0.000)*
FIE	19.101	0.000*	39.645 (0.000)*
FIS	0.088	0.930	45.964 (0.000)*
FMD	14.485	0.000*	40.818 (0.000)*
FMA	7.422	0.000*	47.130 (0.000)*
FME	22.575	0.000*	46.683 (0.000)*
FMS	57.714	0.000*	34.065 (0.000)*

Thống kê CD của mô hình dựa trên mô hình hiệu ứng cố định. Trong ngoặc đơn là giá trị P-Value.  
\* có ý nghĩa ở mức 1%.

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

Bảng 4 trình bày các kết quả kiểm định nghiệm đơn vị CIPS bao gồm có xu hướng và không có xu hướng. Kết quả cho thấy, tất cả các biến đều dừng ở mức sai phân bậc 1 I(1) với trường hợp không có xu hướng, ngoại trừ các biến GROWTH, FIE, FMA, FME, FMS là dừng ở bậc. Bởi vì các biến trong mô hình dừng ở I(0) và I(1), do đó chúng tôi thực hiện kiểm định đồng liên kết dựa trên mô hình ARDL có sự phụ thuộc chéo (CS-

ARDL) để tránh kết quả ước lượng sai lệch trong phân tích mối quan hệ dài hạn cũng như ngắn hạn giữa các biến. Trong đó 2 mô hình Mean Group (MG), Pooled Mean Group (PMG) được sử dụng. Để lựa chọn mô hình nào phù hợp nhất chúng tôi dựa trên kiểm định Hausman. Kết quả kiểm định 2 mô hình được trình bày trong Bảng 5.

**Bảng 4: Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị dữ liệu bảng**

Biến	CIPS (Constant)	CIPS (Constant)	CIPS (Constant&Trend)	CIPS (Constant & Trend)
	Bậc góc	Sai phân bậc 1	Bậc góc	Sai phân bậc 1
GROWTH	-2.374*	-4.351*	-2.998*	-4.296*
GROSS	-1.333	-2.603*	-1.493	-2.968*
TRADE	-1.293	-2.689*	-1.713	-2.846*
POP	-1.744	-2.467*	-2.037	-2.777**
FD	-1.691	-3.443*	-2.567***	-3.537*
FI	-1.469	-2.288*	-1.810	-2.391
FM	-1.691	-3.443*	-2.567***	-3.537*
FID	-2.003	-3.554*	-2.425	-3.654*
FIA	-1.416	-2.440*	-1.717	-2.824*
FIE	-3.318*	-4.492*	-3.688	-4.509
FIS	-1.946	-2.210***	-1.900	-2.455
FMD	-1.400	-2.755*	-1.788	-3.062
FMA	-2.110***	-3.603*	-2.394	-3.829
FME	-2.141**	-3.472*	-3.653**	-3.492*
FMS	-2.073***	-3.524*	-2.816*	-3.368*

\*, \*\*, \*\*\* lần lượt có ý nghĩa ở mức 1%, 5% và 10%

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

Để lựa chọn độ trễ tối ưu cho mô hình ARDL chúng tôi dựa sử dụng kỹ thuật Kripfganz và Schneider (2018) bằng cách hồi quy mô hình ARDL và thực hiện lệnh cho từng quốc gia (bằng cách sử dụng vòng lặp). Kết quả độ trễ tối ưu cho mỗi biến phát triển tài chính trong từng mô hình được trình bày trong bảng 4 như sau:

**Bảng 5: Kết quả độ trễ tối ưu cho mô hình ARDL dữ liệu bảng**

Mô hình	Độ trễ tối ưu mô hình ARDL (p q1 q2 q3 q4)	Mô hình	Độ trễ tối ưu mô hình ARDL (p q1 q2 q3 q4)
FD	ARDL (1 1 0 1 0)	FM	ARDL (1 1 0 1 0)
FI	ARDL (1 1 1 1 0)	FMD	ARDL (1 1 1 1 0)
FID	ARDL (1 0 1 1 0)	FMA	ARDL (1 1 1 1 0)
FIA	ARDL (1 0 0 1 0)	FME	ARDL (1 0 0 1 0)
FIE	ARDL (1 1 0 1 0)	FMS	ARDL (1 1 1 0 1)
FIS	ARDL (1 0 1 1 0)		

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

Bằng chứng thực nghiệm tác động của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế trong dài hạn và ngắn hạn được trình bày cụ thể trong Bảng 6. Tác động tích cực của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế là do tác động của độ sâu tài chính, khi mà hệ thống tài chính càng phát triển theo chiều sâu thì có khuynh hướng thúc đẩy sự phát triển của nền kinh tế. Kết quả này phù hợp với các nghiên cứu trước đây khi sử dụng thước đo là độ sâu tài chính đại diện cho phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế. Thêm vào đó, bằng chứng thực nghiệm này đã giải thích được lý do tại sao độ sâu tài chính thường được sử dụng trong nghiên cứu mối quan hệ giữa tài chính – tăng trưởng, đó là do hệ số hồi quy của chiều sâu tài chính (6.576) là lớn nhất trong các đại diện của phát triển tài chính, điều mà các nghiên cứu trước đây chưa giải thích được, kết quả này của chúng tôi đã giải quyết được vấn đề này. Kết quả này bổ sung thêm vào bằng chứng thực nghiệm của các nghiên cứu trước khi không chỉ ngân hàng mà các tổ chức tài chính khác trong hệ thống tài chính càng phát triển theo chiều sâu thì nền kinh tế sẽ càng phát triển.

Ngoài ra, nghiên cứu cũng lần đầu tìm thấy tác động tích cực của khả năng tiếp cận thị trường vốn càng dễ dàng thì sẽ thúc đẩy sự tăng trưởng kinh tế. Như vậy tác động tích cực của hệ thống tài chính lên tăng trưởng kinh tế là do sự phát triển của chiều sâu tài chính của các tổ chức tài chính và khả năng dễ dàng tiếp cận nguồn vốn của thị trường vốn. Trong khi đó, tác động tiêu cực của phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế là do

sự bất ổn định của hệ thống tài chính bao gồm cả sự bất ổn định của các tổ chức tài chính lẫn trên thị trường vốn và do tính hiệu quả của thị trường vốn.

Như vậy, rõ ràng kết luận không đồng thuận từ các nghiên cứu trước đây khi nghiên cứu mối quan hệ giữa phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế đã được chúng tôi giải quyết khi tìm thấy lý do tại sao phát triển tài chính có tác động tích cực (là do tác động của chiều sâu tài chính và khả năng tiếp cận nguồn vốn), tác động tiêu cực (là do tính bất ổn định của hệ thống tài chính và tính hiệu quả của thị trường vốn) và không tìm thấy mối quan hệ giữa phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế (là do khi sử dụng đại diện của phát triển tài chính là độ sâu tài chính trong thị trường vốn, khả năng tiếp cận lẫn tính hiệu quả của các tổ chức tài chính).

Các nhà hoạch định chính sách tại mỗi quốc gia có thể dựa trên các kết quả thực nghiệm trong bài nghiên cứu để đưa ra các hàm ý chính sách trong việc tối ưu hóa phát triển chiều sâu tài chính trong các tổ chức tài chính cũng như cách thức để tiếp cận thị trường vốn dễ dàng hơn từ đó đảm bảo nền kinh tế tăng trưởng và hoàn thiện hệ thống tài chính của mình trong giai đoạn mà hệ thống tài chính thế giới đang được định hình lại để có thể thúc đẩy sự phát triển kinh tế bền vững tại quốc gia mình.

**Bảng 6: Kết quả ước lượng mô hình ARDL dữ liệu bảng**

	MH1	MH2	MH3	MH4	MH5	MH6	MH7	MH8	MH9	MH10	MH11
<b>Long-run</b>											
<b>FD</b>	-2.714 (0.001)*										
<b>FI</b>		-1.504 (0.131)									
<b>FM</b>			-3.671 (0.001)*								
<b>FID</b>				6.576 (0.000)*							
<b>FIA</b>					-0.406 (0.485)						
<b>FIE</b>						0.289 (0.633)					
<b>FIS</b>							-3.227 (0.000)*				
<b>FMD</b>								-0.803 (0.327)			
<b>FMA</b>									2.698 (0.000)*		
<b>FME</b>										-2.481 (0.000)*	
<b>FMS</b>											-1.772 (0.000)*
<b>TRADE</b>	0.019 (0.017)**	-0.013 (0.091)***	0.019 (0.017)**	-0.019 (0.013)**	0.009 (0.278)	-0.001 (0.861)	-0.025 (0.002)*	0.022 (0.004)*	0.006 (0.472)	-0.004 (0.619)	-0.044 (0.000)*
<b>GROSS</b>	-1.1295 (0.000)*	-0.01 (0.837)	-0.13 (0.000)*	0.034 (0.322)	0.071 (0.044)**	-0.08 (0.059)***	-0.012 (0.785)	-0.134 (0.000)*	0.033 (0.407)	-0.036 (0.368)	0.046 (0.184)
<b>POP</b>	-0.371 (0.042)**	0.244 (0.257)	-0.371 (0.042)**	0.456 (0.01)*	-0.525 (0.01)*	-0.103 (0.623)	-0.772 (0.001)*	-0.725 (0.000)*	-0.175 (0.429)	-0.638 (0.004)*	-0.056 (0.785)

**HỘI THẢO KHOA HỌC QUỐC GIA**  
**ĐỊNH HÌNH LẠI HỆ THỐNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU VÀ CHIẾN LƯỢC CỦA VIỆT NAM**

<b>Short-Run</b>											
<b>ΔFD</b>	-7.453 (0.136)										
<b>ΔFI</b>		-15.367 (0.002)*									
<b>ΔFM</b>			-0.922 (0.000)*								
<b>ΔFID</b>				21.552 (0.74)							
<b>ΔFIA</b>					-2.355 (0.798)						
<b>ΔFIE</b>						1.905 (0.141)					
<b>ΔFIS</b>							-14.379 (0.089)***				
<b>ΔFMD</b>								-0.922 (0.000)*			
<b>ΔFMA</b>									-1.17 (0.743)		
<b>ΔFME</b>										5.239 (0.377)	
<b>ΔFMS</b>											-4.336 (0.000)*
<b>ΔTRADE</b>	0.217 (0.000)*	0.190 (0.000)*	0.217 (0.000)*	0.2 (0.000)*	0.178 (0.000)*	0.195 (0.000)*	0.193 (0.000)*	0.206 (0.000)*	0.207 (0.000)*	0.236 (0.000)*	0.103 (0.032)**
<b>ΔGROSS</b>	0.772 (0.001)*	0.80 (0.001)*	0.772 (0.001)*	0.841 (0.000)*	0.844 (0.001)*	0.812 (0.001)*	0.762 (0.001)*	0.808 (0.000)*	0.803 (0.000)*	0.782 (0.001)*	0.705 (0.002)*
<b>ΔPOP</b>	-0.796 (0.682)	-5.127 (0.132)	-0.796 (0.682)	-4.102 (0.244)	-4.40 (0.260)	-4.852 (0.175)	-4.793 (0.225)	-2.636 (0.396)	-2.327 (0.556)	-2.236 (0.388)	-4.807 (0.203)

*Biến phụ thuộc GROWTH, biến độc lập phát triển tài chính, TRADE, GROSS, POP. Trong đó từ MH1 đến MH11 biến độc lập tài chính lần lượt là FD, FI, FM, FID, FIA, FIE, FIS, FMD, FMA, FME, FMS. Kết quả báo cáo mô hình được trình bày dựa trên kiểm định Hausman được sử dụng để lựa chọn giữa hai mô hình MG và PMG. \*, \*\*, \*\*\* lần lượt ở mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%.*

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

## 5. Kết luận

Chúng tôi mong đợi rằng những kết quả nghiên cứu tìm thấy sẽ góp phần giúp các nhà hoạch định chính sách tại mỗi quốc gia nhận định rõ hơn và chính xác hơn những tác động lên tăng trưởng kinh tế gây ra bởi sự phát triển tài chính thông qua việc chúng tôi xây dựng bổ sung thêm một chiều đánh giá tác động vào bộ chỉ số của IMF. Qua đó, các quốc gia có thể xây dựng cũng như hoàn thiện hệ thống tài chính của mình trong giai đoạn mà hệ thống tài chính thế giới đang được định hình lại để có thể thúc đẩy sự phát triển kinh tế bền vững tại quốc gia mình.

### Tài liệu tham khảo

- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, H.P. 2010. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics* 58, 81-112
- Cihak, M., Bauducco, S., and Bulir, A. 2008. Taylor Rule unde financial Instability., IMF Working Papers.
- Hakkio, C, S., Keeton, W,C. 2009. Financial Stress: What Is It, How Can It Be Measured, and Why Does It Matter? *Economic Review*, 5-50.
- Kripfganz, S., and Schneider, D,C. 2018. Ardl: Estimating autoregressive distributed lag and equilibrium correction models. *Proceedings of the 2018 London Stata Conference*.
- Loayza, N,V., and Ranci re, R., 2006. Financial Development, Financial Fragility, and Growth. *Journal of Money, Credit and Banking*, 38(4), 1051-1076.
- Lown, C, D Morgan, and S Rohatgi. 2000. Listening to Loan Officers: The Impact of Commercial Credit Standards on Lending and Output. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 6(2), pp 1-16.
- Pesaran, M.H., Shin, Y. and Smith, R.P., 1999. Pooled Mean Group Estimation of Dynamic Heterogeneous Panels. *Journal of the American Statistical Association*, 94(446), 621-634.
- Pesaran, H. and Smith, R., (1995). Estimating Long-Run Relationships from Dynamic Heterogeneous Panels, *Journal of Econometrics*, 68(1),79-113.
- Pesaran, M., 2004. General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels. *Cambridge Working Papers in Economics* 435, and *CESifo Working Paper Series* 1229.
- Pesaran, M., 2007. A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence. *Journal of Applied Econometrics*, 22, 265-312.
- Samargandi, N., Fidrmuc, J., and Ghosh, S. 2015. Is the Relationship Between Financial Development and Economic Growth Monotonic? Evidence from a Sample of Middle-Income Countries. *World Development* 68, 66-81.
- Svirydzhenka, K. 2016. Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. *IMF Working Paper*, WP/16/5, January 2016.
- Trew, A. 2008. Efficiency, depth and growth: Quantitative implications of finance and growth theory. *Journal of Macroeconomics* 30, 1550-1568.



42.

## KÍCH THÍCH KINH TẾ VÀ LẠM PHÁT HẬU COVID

Quách Doanh Nghiệp\*

Nguyễn Văn Thiện Tâm\*

### Tóm tắt

Trong bối cảnh đại dịch Covid-19, kinh tế Việt Nam có dấu hiệu giảm tốc, để hỗ trợ nền kinh tế, Chính phủ Việt Nam đã tung nhiều gói kích thích, một lượng lớn tiền đã được đổ vào trong lưu thông. Tuy nhiên, tiền có dấu hiệu “nghe” lại trong hệ thống tài chính trung gian, vận tốc lưu thông của tiền đang ở mức thấp. Để gia tăng sản lượng và tránh lạm phát, Việt Nam cần thúc đẩy vòng quay của tiền, tăng tốc chuyển đổi số và tăng năng suất lao động.

**Từ khóa:** Vận tốc của tiền, lạm phát.

### 1. Mở đầu

Lạm phát của Việt Nam ở thời điểm tháng 2-2021 tăng cao nhất trong vòng 8 năm qua, làm dấy lên lo ngại một sự gia tăng lạm phát trong thời gian tới. Tuy nhiên, theo dự báo từ Ngân hàng HSBC, lạm phát trung bình của Việt Nam trong năm 2021 chỉ ở mức 3%, do tình hình dịch bệnh kéo dài, thị trường lao động tiếp tục trì trệ nên mức cầu thấp, từ đó lạm phát sẽ thấp.

Trong bối cảnh cần khôi phục nền kinh tế sau đại dịch Covid-19, Chính phủ Việt Nam đã và đang thực hiện các chính sách mở rộng tiền tệ phối hợp với mở rộng tài khóa để thúc đẩy tăng trưởng GDP. Trong năm 2019 và 2020, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã 3 lần<sup>(1)</sup> hạ các loại lãi suất điều hành nhằm thực hiện chính sách mở rộng tiền tệ, kích thích nền kinh tế. Hành động này của NHNN, theo lý thuyết về số lượng tiền, có thể dẫn đến áp lực

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [tamnv@ueh.edu.vn](mailto:tamnv@ueh.edu.vn)

<sup>(1)</sup> <https://vnexpress.net/ha-lai-suot-dieu-hanh-tac-dong-the-nao-den-nen-kinh-te-4099333.html>

lạm phát do cung tiền tăng. Do đó, câu hỏi đặt ra là liệu trong tương lai chúng ta có gánh chịu một thời kỳ lạm phát tăng vọt khi cung tiền quá mức hay không?

Để phần nào trả lời cho câu hỏi này, bên cạnh khái niệm lượng cung tiền, chúng ta cần quan tâm thêm đến một thước đo khác về sức khỏe của nền kinh tế có liên quan, đó chính là vận tốc của tiền (velocity of money).

Theo lý thuyết số lượng tiền của Milton Friedman:  $M*V = P*Q$  (1), với M là lượng cung tiền, V là vận tốc (vòng quay) của tiền, P là GDP price deflator (đo lường sự thay đổi giá của tất cả các loại hàng hóa và dịch vụ sản xuất trong một nền kinh tế), Q là khối lượng hàng hóa và dịch vụ được giao dịch.

Vận tốc của tiền (V) được tính bằng cách lấy GDP (được tính bằng  $P*Q$ ) của nền kinh tế chia cho cung tiền M (M). Nếu tỷ lệ này đang tăng lên thì điều này cho thấy có nhiều giao dịch giữa các doanh nghiệp và cá nhân đang diễn ra, nói cách khác có nhiều người tiêu dùng đang chi nhiều tiền hơn.

Tốc độ lưu thông tiền liên quan đến tần suất của các giao dịch tiền tệ trong nền kinh tế. Một đơn vị tiền phục vụ cho nhiều giao dịch theo thời gian. Vận tốc của tiền cao hơn thường là dấu hiệu của một nền kinh tế lành mạnh, bởi ở đó lượng tiền dùng cho mỗi kỳ giao dịch là ít, từ đó với một lượng tiền cho trước sẽ thúc đẩy vòng quay của tiền diễn ra nhanh hơn. Tần suất của các giao dịch tiền tệ phụ thuộc vào quyết định của từng cá nhân sử dụng tiền trong nền kinh tế. Khi mọi người quyết định sử dụng tiền nhanh hơn, tốc độ tăng lên và điều này sẽ đẩy nhanh tác động của việc mở rộng tiền tệ. Ngược lại, khi công chúng sử dụng tiền có sẵn chậm hơn, tốc độ giảm.

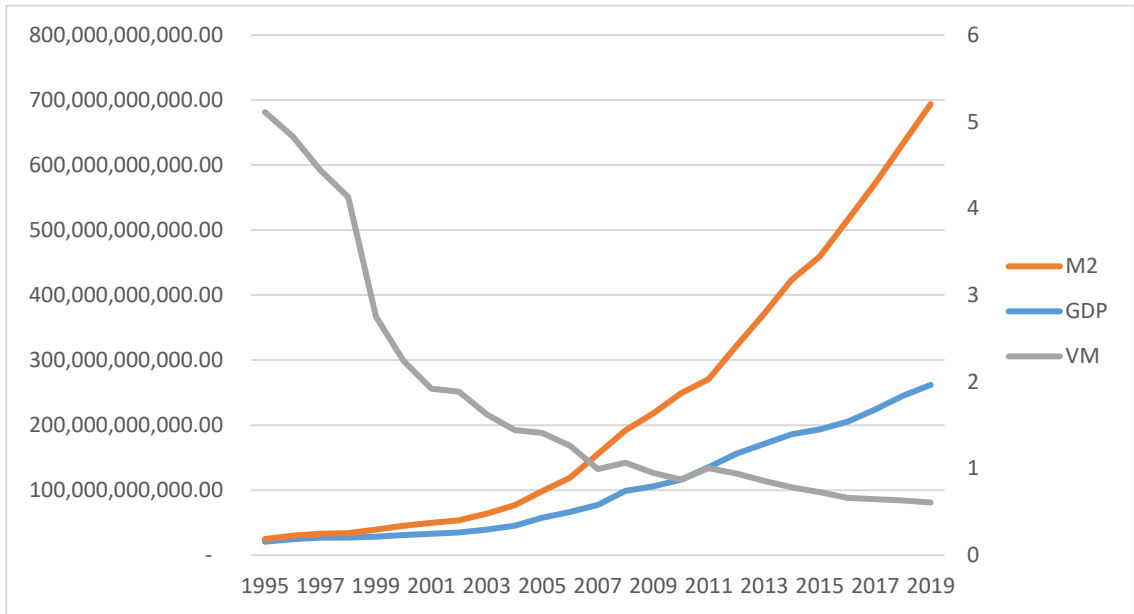
Các nhà kinh tế học cho chia tiền thành 2 loại. Tiền chủ yếu được mọi người và các công ty dùng cho các giao dịch gọi là “tiền hoạt động”. Ngoài ra, tiền cũng được dùng để tiết kiệm và tích lũy gọi là “tiền nhàn rỗi”. Càng có nhiều tiền “nhàn rỗi” trong nền kinh tế, tốc độ vận chuyển của tiền càng giảm.

Ngoài ra, từ công thức (1) chúng ta có thể tính được  $P = MV/Q$ , như vậy sự thay đổi trong giá hàng hóa – hình thành nên mức lạm phát sau này – không chỉ bị ảnh hưởng duy nhất bởi lượng cung tiền mà còn có vai trò của vận tốc tiền trong nền kinh tế. Khi vận tốc của tiền tăng (V) tương ứng với sự gia tăng trong sản lượng (Q) thì có thể lạm phát vẫn giữ được ở mức thấp.

## 2. Thực trạng của nền kinh tế Việt Nam

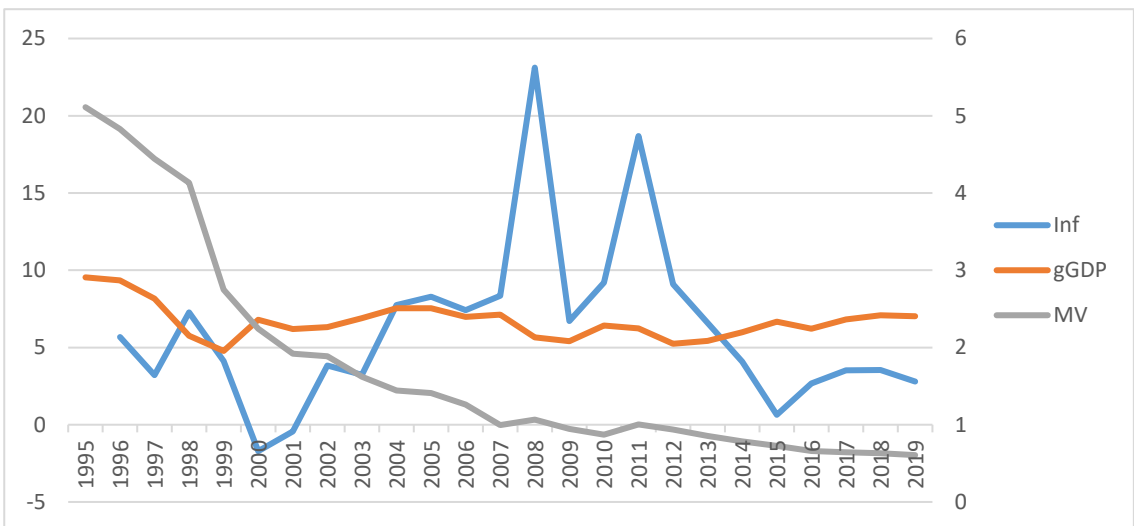
Hình 1 cho thấy vận tốc của tiền ở Việt Nam đã liên tục giảm xuống mức rất thấp trong vòng 20 năm trở lại đây. Một vận tốc tiền thấp như vậy có phải do tiền nhàn rỗi quá nhiều trong dân?

**Hình 1: Mối quan hệ giữa GDP, M2 và Vận tốc của tiền**



*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

**Hình 2: Mối quan hệ giữa Lạm phát, tăng trưởng GDP và Vận tốc của tiền**



*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

Từ Hình 2 có thể thấy tốc độ tăng trưởng bình quân GDP của Việt Nam nằm trong khung từ 5-10%, ít có biến động mạnh và gần như đi ngang trong vòng 20 năm kể từ năm 2000. Về mặt lạm phát, ở Việt Nam trong giai đoạn này có 2 đỉnh lạm phát rơi vào năm 2008 và năm 2011, sau năm 2011 mức lạm phát ở Việt Nam đã giảm liên tục.

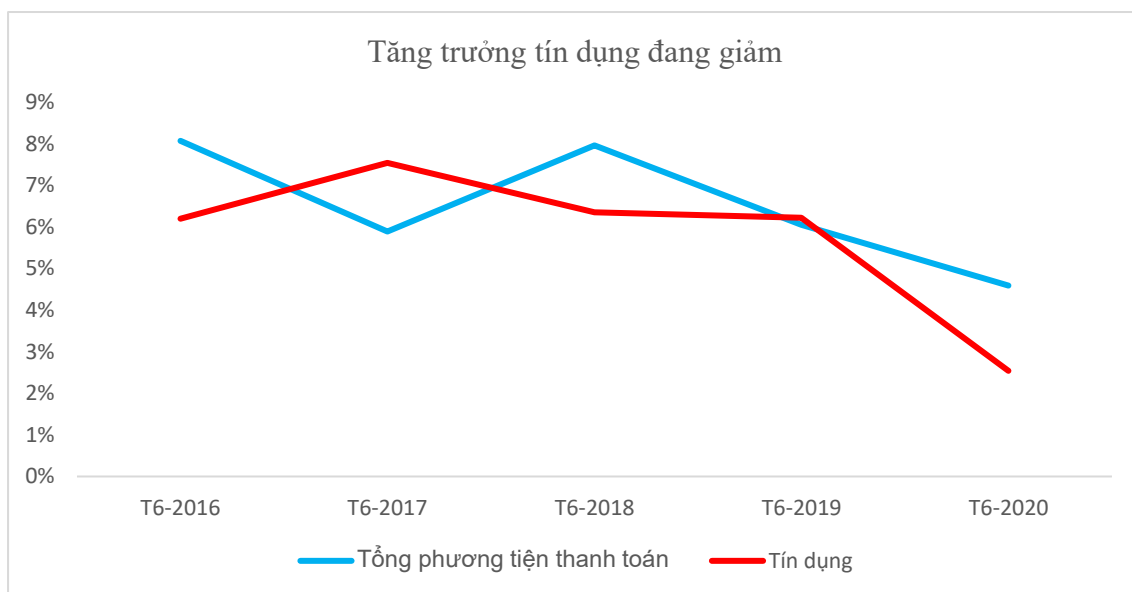
Bức tranh về nền kinh tế Việt Nam trong thời gian qua với vài điểm nhấn cung tiền liên tục tăng, quy mô và tốc độ tăng trưởng GDP tăng nhẹ, vận tốc của tiền giảm và lạm phát cũng giảm mạnh. Hiện tượng này tương thích với lượng tiền nhàn rỗi đang đổ vào tiết kiệm và các kênh đầu tư như bất động sản hoặc cổ phiếu trong suốt thời gian qua tại Việt Nam.

Nhìn chung chúng ta có thể thấy tình trạng lạm phát thấp phù hợp với vận tốc của tiền ngày càng giảm ở Việt Nam, điều này cho thấy sự sụt giảm trong giao dịch, tiêu dùng của doanh nghiệp và hộ gia đình sau năm 2011. Vận tốc tiền giảm ám chỉ dòng tiền trao từ tay người này đến người khác đang rất chậm. Thay vào đó phần lớn lượng tiền có thể đã được sử dụng để đổ vào các kênh đầu tư như chứng khoán, bất động sản hoặc tồn tại dưới dạng tiết kiệm hơn là vào khu vực sản xuất, tiêu dùng. Dòng tiền này có thể là nguồn gốc cho tình trạng bong bóng bất động sản, bong bóng chứng khoán trong thời gian vừa qua.

Những phân tích trên đã cho thấy bức tranh kinh tế Việt Nam từ năm 2019 trở về trước. Bước vào năm 2020 với sự xuất hiện của đại dịch Covid-19, những chỉ số trên ở Việt Nam đã có những thay đổi như thế nào? Có thể thấy, với những nỗ lực trong việc khống chế đại dịch và giữ vững tăng trưởng kinh tế, Việt Nam đã trở thành một trong số ít các quốc gia đạt tăng trưởng dương trong năm 2020. Đây là kết quả của hàng loạt điều chỉnh, thay đổi chính sách cũng như các gói hỗ trợ kinh tế được ban hành. Rõ ràng lượng cung tiền trên thị trường tăng lên, nhưng liệu các chính sách này có thực sự tác động tích cực đến vận tốc tiền của Việt Nam cũng như tăng trưởng kinh tế?

Điều gì xảy ra ở Việt Nam khi cả nền kinh tế đã và đang đối mặt với đại dịch Covid-19?

**Hình 3: Tăng trưởng tín dụng ở Việt Nam**



*Nguồn: Tổng cục Thống kê*

Hình 3 minh họa cho vấn đề tăng trưởng tín dụng và tổng phương tiện thanh toán của nền kinh tế trong bối cảnh cả nền kinh tế đang gồng mình bước qua đại dịch Covid-19. Có thể thấy một nghịch lý là trong khi Chính phủ liên tục bơm tiền vào nền kinh tế thì tăng trưởng tín dụng và tổng phương tiện thanh toán lại sụt giảm. Từ khi dịch Covid-19 bùng phát đến cuối năm 2020 đã có 95 văn bản được ban hành nhằm hỗ trợ doanh nghiệp và người dân với 4 gói chính sách lớn. Cụ thể, Chính phủ Việt Nam đã tung gói 250.000 tỷ đồng hỗ trợ tín dụng, 180.000 tỷ hỗ trợ giãn hoãn nộp thuế, 16.000 tỷ cho vay lãi suất 0%, gói tài khóa 30.000 tỷ và hàng loạt biện pháp khác để giúp doanh nghiệp vượt qua Covid-19. Tiếp sau đó là gói hỗ trợ an sinh xã hội 62.000 tỷ đồng theo Nghị quyết 42/NQ-CP về các biện pháp hỗ trợ người dân gặp khó khăn do đại dịch Covid-19. Lượng tiền khổng lồ đó rõ ràng có thể đã bị “mắc kẹt” trong hệ tài chính cộng với tâm lý e dè trong tiêu dùng của người dân, tất cả điều này đã làm giảm vận tốc của tiền trong nền kinh tế và kết quả là tăng trưởng GDP sẽ không đạt như mức kỳ vọng. Các điều kiện giải ngân cho doanh nghiệp sản xuất, dịch vụ khá ngặt nghèo và hệ thống an sinh xã hội có thể xem là “cũ kỹ” ở Việt Nam đã khiến hiệu năng của chính sách hỗ trợ giảm xuống rõ rệt.

Những ngành nghề mũi nhọn, thâm dụng lao động nhưng giờ đang lao đao trước đại dịch như dệt may, du lịch, hộ kinh doanh cá thể khó lòng tiếp cận các gói vay hỗ trợ với lãi suất 0% của Chính phủ, hoặc vay trả lương (do tiêu chuẩn khắt khe, do thiếu tài sản đảm bảo...), như nhận định của Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam (VCCI), Hiệp hội Du lịch Việt Nam, Hiệp hội Dệt may Việt Nam, có thể là một nguyên nhân lớn

gây nghẽn nhu cầu vốn dùng cho sản xuất ở phía cầu. Khi người lao động bị mất việc, giảm thu nhập thì vận tốc tiền cũng khó tăng lên được, khi nhu cầu tiêu dùng giảm, kéo theo sản xuất giảm cuối cùng tăng trưởng GDP của nền kinh tế cũng chững lại.

Hệ thống an sinh xã hội còn công kênh về khâu quản lý và nặng nề về mặt hành chính nên các gói cứu trợ dù lớn và chủ trương dù đúng đắn nhưng khả năng hấp thụ chính sách cũng sẽ hạn chế. Những nỗ lực cứu trợ của Chính phủ đối với những người lao động bị ảnh hưởng bởi Covid-19 cần tập trung hơn vào những người cần được hỗ trợ nhất, với quá trình triển khai nhanh chóng và hiệu quả hơn, đồng thời cần phải gia tăng độ phủ rộng của chính sách đến các đối tượng cần hỗ trợ, đó là những kinh nghiệm được rút ra từ lần triển khai gói cứu trợ an sinh xã hội thứ nhất.

Việc quan sát những biến số kinh tế, nhất là trong giai đoạn trước và sau khủng hoảng, là vô cùng cần thiết. Điều này càng quan trọng hơn bởi tính khó dự báo của dịch Covid-19. Chính vì thế, tại đây, nhóm tác giả mong muốn phân tích một khái niệm được các quốc gia trên thế giới thường xem xét khi đề cập đến khả năng một nước hồi phục sau khủng hoảng, đó là “vận tốc thoát ly” (escape velocity), cũng như tìm hiểu mối liên kết giữa vận tốc của tiền và vận tốc thoát ly của nền kinh tế.

### **3. Đây là “vận tốc thoát ly” cho nền kinh tế Việt Nam**

Trong vật lý, “vận tốc thoát ly” có nghĩa là tốc độ cần thiết để thoát ra khỏi lực kéo của trọng lực và tự do mà không cần thêm một lực đẩy nào khác.

Trong kinh tế, “vận tốc thoát ly” là nhu cầu cho một nền kinh tế để tăng trưởng với một tỷ lệ phù hợp nhằm thoát khỏi một cuộc suy thoái và trở về tốc độ tăng trưởng kinh tế dài hạn bình thường. Nền kinh tế khi đó duy trì được tốc độ tăng trưởng liên tục, thoát khỏi sự trì trệ gây ra bởi các lực kéo vô hình.

Nếu nền kinh tế đạt được một vận tốc thoát ly, chúng ta sẽ thấy một vòng tròn tương hỗ bao gồm tăng trưởng GDP, tăng doanh thu thuế, gia tăng niềm tin và gia tăng đầu tư. Khi đạt tới vận tốc thoát ly này, chúng ta sẽ không cần hỗ trợ nền kinh tế với một chính sách tiền tệ mở rộng và tài khóa mở rộng thêm nữa. Tăng trưởng sẽ tự duy trì bằng hoạt động bình thường của khu vực tư nhân.

Vậy để đạt được vận tốc thoát ly, Việt Nam cần những yếu tố nào? Điều quan trọng nhất, chìa khóa để đạt được vận tốc thoát ly là gia tăng năng suất (productivity growth). Năng suất cải thiện không chỉ đến từ động lực của chính phủ mà còn từ chính các doanh nghiệp – một nhân tố quan trọng tác động đến mức tăng năng suất quốc gia. Trong khi đó, nếu tăng năng suất thôi thì chưa đủ mà còn phải gia tăng niềm tin của người tiêu dùng. Bởi lẽ, niềm tin sụt giảm sẽ là lực cản trong quá trình đạt được vận tốc thoát ly, vì trong

giai đoạn trì trệ, tiêu dùng và đầu tư của người dân và doanh nghiệp sẽ giảm làm cho vận tốc tiền cũng từ đó giảm theo. Ngoài ra, các yếu tố như mức lương, tỷ lệ thất nghiệp hay hoạt động của các ngân hàng cũng cần được xem xét.

*Những phân tích trên góp phần đưa ra một số giải pháp gợi ý cho nền kinh tế Việt Nam nhằm thoát khỏi sự trì trệ hậu Covid-19.*

### **3.1. Tăng vận tốc của tiền góp phần kích thích niềm tin tiêu dùng và đầu tư vào sản xuất của người dân và doanh nghiệp**

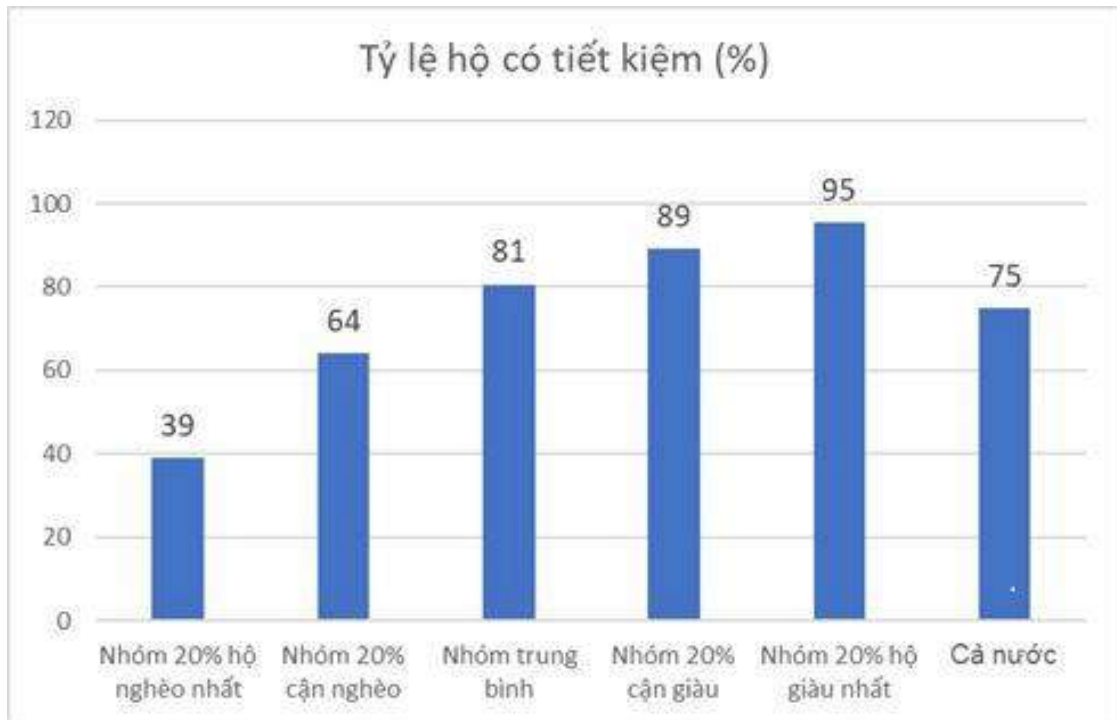
Tăng tốc vận tốc của tiền có thể là chìa khóa để khôi phục tăng trưởng kinh tế ở mức mạnh mẽ hơn. Việc gia tăng vận tốc của tiền làm nhanh chóng thay đổi chủ sở hữu và sau đó tốc độ tăng trưởng kinh tế khá hơn. Khi tiền được đưa vào tay những người tiêu tiền nhanh chóng sẽ kích thích cho nhu cầu sản xuất, khi sản xuất tăng sẽ tăng nhu cầu việc làm, lao động sẽ có thu nhập và quá trình tiêu dùng lại tiếp diễn.

Như vậy để tăng GDP có thể thông qua cách làm tăng vận tốc của tiền trong nền kinh tế. Muốn vận tốc tiền tăng lên cần thúc đẩy việc chi tiêu cho hàng hóa, dịch vụ (consumption). Một đơn vị tiền dùng để chi tiêu cho hàng hóa và dịch vụ có vận tốc càng nhanh (qua tay người tiêu dùng) thì nhu cầu về hàng hóa và dịch vụ sẽ lớn và cuối cùng thúc đẩy gia tăng GDP.

Trong xã hội, những người có thu nhập thấp thường là nhóm chi tiêu tiền nhanh nhất cho hàng hóa và dịch vụ mỗi khi họ có tiền trong tay bởi họ có ít động lực tiết kiệm, trong khi đó những người có thu nhập càng cao thì càng ít chi tiêu hoặc tốc độ chi tiêu tiền trong tay của họ sẽ chậm hơn. Nói cách khác tiền sẽ “nghe” khi ở trong tay nhóm có thu nhập cao. Lý do là người có thu nhập cao sẽ dành phần lớn tiền để đầu tư hoặc tiết kiệm, điều này hoàn toàn ít xảy ra đối với nhóm thu nhập thấp. Một khi tiền được dùng cho đầu tư hoặc tiết kiệm thì vận tốc của tiền sẽ chậm lại, do đó khả năng thúc đẩy tăng trưởng GDP sẽ thấp hơn so với khi tiền đi vào khu vực tiêu dùng và sản xuất.

Ở Việt Nam, khảo sát thu nhập 2016 cho thấy tỷ lệ và quy mô tiết kiệm khá thấp ở nhóm dân cư có thu nhập nghèo và cận nghèo, chiếm khoảng 40% hộ gia đình khảo sát. Nhưng bù lại nhóm này lại có lại có tỷ lệ chi tiêu cao so với tiết kiệm nếu so sánh với nhóm 40% dân số giàu và rất giàu.

**Hình 4: Tỷ lệ hộ gia đình có tiết kiệm**

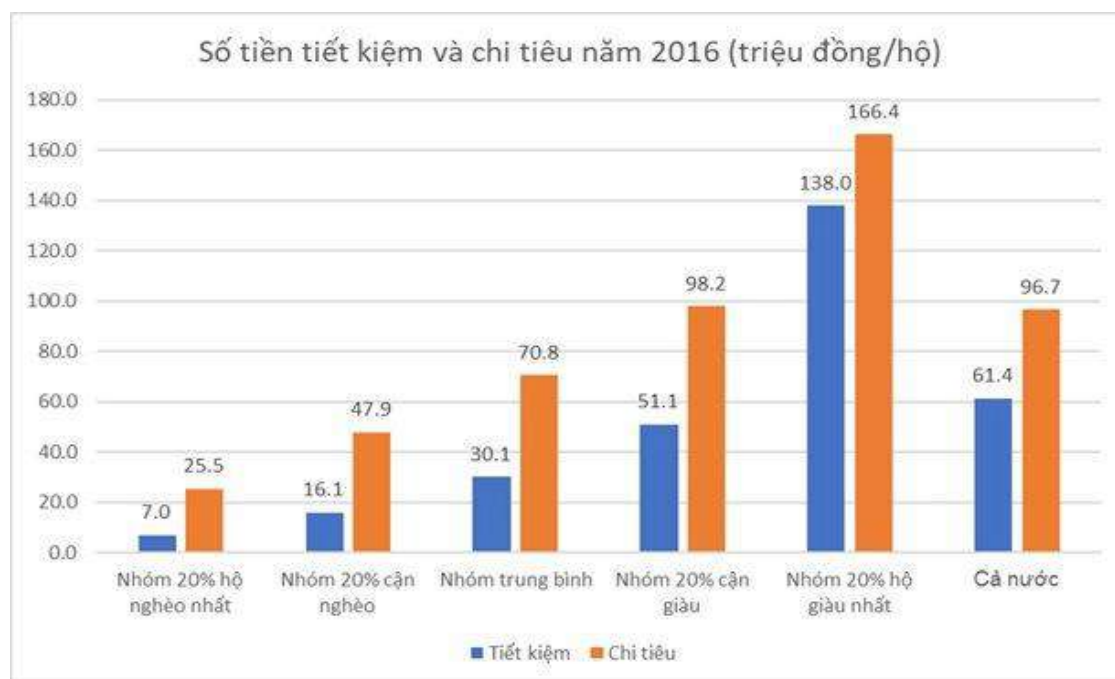


*Nguồn: Lê Nguyễn (2020)*

Chính phủ cần cải cách mạnh mẽ chính sách an sinh xã hội, để khoản tiền hỗ trợ của Chính phủ được trao tận tay đến người dân kịp thời và nhanh chóng, những người yếu thế không phải vì các thủ tục pháp lý rườm rà mà bị cho ra rìa của xã hội. Khi có tiền trao tận tay họ sẽ sử dụng dịch vụ nhiều hơn, kích thích cho quá trình sản xuất, có lợi cho tăng trưởng kinh tế. Với sức mua gia tăng từ nhóm người có thu nhập thấp, hiệu ứng lan tỏa đến nền kinh tế sẽ diễn ra. Nhiều việc làm hơn được tạo ra, lương sẽ tăng và tới lượt nó sẽ tạo một vòng xoáy thúc đẩy kinh tế phát triển. Trong một nền kinh tế mà chi tiêu (C) chiếm tỷ trọng cao khoảng 60-70% thì rõ ràng chi tiêu của người dân sẽ là một động lực tăng trưởng kinh tế quan trọng. Vì vậy hãy trao tiền vào tay những người đang sẵn sàng và có nhu cầu chi tiêu nhanh để thúc đẩy vận tốc của tiền trong lưu thông.



**Hình 5: Số tiền tiết kiệm và chi tiêu năm 2016**



*Nguồn: Lê Nguyễn (2020)*

Hiển nhiên, đến một lúc nào đó điều này có thể gây ra tình trạng lạm phát do giá cả hàng tăng lên, đặc biệt khi năng lực sản xuất bị hạn chế. Tuy nhiên, nếu đạt được vận tốc thoát ly càng nhanh thì Chính phủ có thể kết thúc các gói kích cầu kinh tế cũng như NHNN có thể điều chỉnh lãi suất trở về trạng thái ban đầu nhằm giảm áp lực lạm phát. Ngoài ra, cần lưu ý không để dòng tiền chảy vào bất động sản hoặc chứng khoán gây ra các bong bóng tài sản, bong bóng giá chứng khoán, vì khi đó hậu quả sẽ trở nên nghiêm trọng và khó kiểm soát hơn.

Bên cạnh đó, nâng dần mức lương tối thiểu có thể là một giải pháp cần thiết để bơm tiền đến tận tay khu vực thu nhập thấp, miễn phí cho giáo dục và y tế cũng góp phần gia tăng chi tiêu và đào tạo nguồn lao động. Tăng cường đầu tư cho đổi mới, sáng tạo một cách thực chất để gia tăng khối lượng hàng hóa (Q) sản xuất tương xứng với lượng cung tiền (M) có thể là cách tự nhiên kiềm chế bớt lạm phát trong nền kinh tế.

Điều này lý giải tại sao các quốc gia như Mỹ lại lựa chọn giải pháp bơm tiền ra nền kinh tế thông qua các gói trợ cấp trực tiếp cho người dân, một phần mong muốn của chính phủ các quốc gia này cũng là để gia tăng GDP. Khi người nhận được các khoản trợ cấp tiêu dùng nhanh chóng món tiền này thì nhu cầu về sản xuất sẽ tăng lên, việc làm sẽ được giải quyết và tiền lương lại gia tăng.

### 3.2. Thúc đẩy tăng trưởng tín dụng

Khu vực sản xuất đóng một lực quan trọng để đưa nền kinh tế đạt được vận tốc thoát ly, do vậy Chính phủ cần có các gói giải pháp khơi thông dòng vốn tín dụng đến các doanh nghiệp, hộ gia đình. Bên cạnh đó cần siết chặt các dòng vốn đi vào khu vực đầu cơ bất động sản hoặc đầu tư cổ phiếu để tránh sự lệch lạc của dòng tiền đầu tư, gây ra tình trạng bong bóng tài sản hoàn toàn không có lợi cho sự phát triển kinh tế - xã hội.

Các ngân hàng có thể hạ thấp chỉ tiêu lợi nhuận, chia sẻ với doanh nghiệp sản xuất và hộ gia đình bằng các gói vay trung hạn, lãi suất hấp dẫn, ổn định để giúp các doanh nghiệp và hộ gia đình ổn định sản xuất. Một khi các doanh nghiệp sản xuất ổn định, người lao động có việc làm thì đó sẽ là mảnh đất màu mỡ để các ngân hàng khai thác tìm kiếm lợi nhuận trong tương lai.

Thống kê số liệu từ 27 ngân hàng đã công bố báo cáo tài chính Quý IV-2020 cho thấy, tổng lợi nhuận trước thuế các ngân hàng trong năm 2020 đạt 150.154 tỷ đồng, tăng 13,7% so với năm trước.<sup>(2)</sup>

Một nghịch lý là trong năm 2020 tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp và nhiều ngành nghề vô cùng khó khăn nhưng ngân hàng là một trong những ngành hiếm hoi có lợi nhuận cao vượt bậc so năm 2019. Lợi nhuận của ngân hàng đến từ nhiều nguồn, nhưng chắc chắn lợi nhuận từ tín dụng vẫn là một trong những trụ cột của ngành này.

### 3.3. Thúc đẩy nền kinh tế số, văn hóa kỹ thuật số, gia tăng năng suất lao động

Thúc đẩy các doanh nghiệp và cơ quan quản lý nhà nước chuyển đổi số. Đại dịch Covid-19 là một tác nhân tự nhiên thúc đẩy quá trình chuyển đổi số thực chất và đi vào chiều sâu. Chính phủ có thể hỗ trợ tín dụng hoặc tăng chi tiêu công trong vấn đề hỗ trợ chuyển đổi số. Đầu tư vào thời điểm hôm nay có thể giúp tăng tốc nền kinh tế trong tương lai, tiết kiệm chi phí hoạt động, nâng cao hiệu quả.

Ngoài các giải pháp công nghệ giúp các doanh nghiệp gia tăng năng lực số cũng cần xây dựng văn hóa tổ chức kỹ thuật số. Nghiên cứu của Martínez-Caro và cộng sự (2020) cho thấy phát triển văn hóa tổ chức kỹ thuật số tạo điều kiện thuận lợi cho cả quá trình số hóa doanh nghiệp và tạo ra giá trị từ các công cụ kỹ thuật số, với mục tiêu cuối cùng là cải thiện hiệu quả hoạt động của tổ chức. Nghiên cứu liên quan đến 93 trung tâm sản xuất của một công ty đa quốc gia có mặt tại hơn 10 quốc gia cho thấy số hóa hoạt động kinh doanh có thể thúc đẩy sự phát triển của các hoạt động tạo ra giá trị, nhưng các công ty

---

<sup>(2)</sup> <https://vietnambiz.vn/top-10-ngan-hang-co-loi-nhuan-cao-nhat-nam-2020-2021020111403624.htm>

sẽ chỉ giải phóng tiềm năng này nếu họ kết hợp văn hóa tổ chức kỹ thuật số. Văn hóa tổ chức kỹ thuật số được hiểu là quá trình số hóa văn hóa tổ chức của công ty.

Quá trình chuyển đổi số sẽ giúp doanh nghiệp gia tăng năng suất, thúc đẩy tăng trưởng sản lượng tương xứng với mức tăng cung tiền sẽ góp phần kiềm giữ lạm phát ở mức ổn định. Chuyển đổi số có thể là chìa khóa giúp quá trình sản xuất của doanh nghiệp nâng lên một cấp độ mới, tạo ra bước ngoặt cho nền kinh tế Việt Nam, giúp nền kinh tế cất cánh khỏi các lực kéo trì trệ và dần đi vào quy trình tăng trưởng ổn định tự thân mà không cần quá nhiều kích thích tài khóa và tiền tệ từ chính phủ.

### Tài liệu tham khảo

- Antony Mueller (16/08/2018). « What Is Money Velocity and Why Does It Matter? ». American institute for economics research, truy cập tại <https://www.aier.org/article/what-is-money-velocity-and-why-does-it-matter/>
- Duerr, S., Holotiuk, F., Wagner, H. T., Beimborn, D., & Weitzel, T. (2018). “What is digital organizational culture? Insights from exploratory case studies”. In Proceedings of the 51st Hawaii International Conference on System Sciences.
- Eric Ng Ping Cheun (22/12/2020). “Does velocity of money explain growth and inflation?”. Pluriconseil, truy cập tại <https://www.pluriconseil.com/does-velocity-of-money-explain-growth-and-inflation/>
- Lê Huy (14/01/2021). “TOP 10 ngân hàng có lợi nhuận cao nhất năm 2020. » Vietnambiz, truy cập tại <https://vietnambiz.vn/top-10-ngan-hang-co-loi-nhuan-cao-nhat-nam-20202021020111403624.htm>
- Lê Nguyễn (31/03/2020). “Cách ly toàn xã hội: Các hộ gia đình cầm cự được bao lâu?”. Vietnamfinance, truy cập tại <https://vietnamfinance.vn/cach-ly-toan-xa-hoi-cac-ho-gia-dinh-cam-cu-duoc-bao-lau-20180504224236664.htm>
- Martínez-Caro, E., Cegarra-Navarro, J. G., & Alfonso-Ruiz, F. J. (2020). « Digital technologies and firm performance: The role of digital organisational culture ». Technological Forecasting and Social Change, 154(C).
- Quỳnh Trang (10/03/2021). “HSBC: Lạm phát Việt Nam sẽ ổn định ở mức 3%”. Báo điện tử Vnexpress, truy cập tại <https://vnexpress.net/hsbc-lam-phat-viet-nam-se-on-dinh-o-muc-3-4246534.html>
- Tejvan Pettinger (2013). “Escape velocity”. Economicshelp Blog, truy cập tại <https://www.economicshelp.org/blog/7202/economics/escape-velocity/>
- Why money velocity continue to decline. Truy cập tại <https://seekingalpha.com/article/3066146-why-money-velocity-continues-to-decline>

## 43.

# HIỂU ĐÚNG VỀ SỰ ĐÁNH ĐỔI LẠM PHÁT - THẤT NGHIỆP TỪ ĐƯỜNG CONG PHILLIPS

Nguyễn Trí Minh\*

### **Tóm lược**

*Đường cong Phillips, lần đầu xuất hiện vào năm 1958, là mô hình biểu diễn quan hệ đánh đổi giữa tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát và đã được áp dụng trong hoạch định chính sách. Tuy nhiên, đường cong Phillips có những hạn chế và đã có những ý kiến tranh luận xung quanh vấn đề này. Trong những năm gần đây, ở các nước phát triển có những dấu hiệu cho thấy đường cong Phillips đang bị “phẳng hóa”. Trong khi đó ở Việt Nam, khó xác định chính xác mối quan hệ giữa tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát, do việc thống kê, đo lường tỷ lệ thất nghiệp ở Việt Nam vẫn còn nhiều bất cập.*

**Từ khóa:** *Lạm phát, thất nghiệp, đường cong Phillips.*

### **Mở đầu**

Hầu hết các nhà kinh tế, chính trị gia trên thế giới tin rằng giữa lạm phát và thất nghiệp có sự đánh đổi. Các chính sách kinh tế, nhất là chính sách tài khóa, tiền tệ, kích cầu nền kinh tế, trước tiên phải chú ý đến mối quan hệ này để cân nhắc các liều lượng chính sách thích hợp. Giảm lãi suất có thể dẫn đến nguy cơ lạm phát nhưng đổi lại thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, tạo thêm nhiều công ăn việc làm, giảm thất nghiệp (và ngược lại). Tuy nhiên, những bằng chứng gần đây về sự đánh đổi giữa lạm phát và thất nghiệp, nhất là ở các nền kinh tế phát triển, đã không chính xác như những gì lý thuyết đường cong Phillips dự báo. Tại sao như thế? Hiểu được những động cơ khiến đường cong Phillips không đúng trong khoảng hơn một thập niên qua, sẽ giúp các nhà hoạch định chính sách có thêm góc nhìn thú vị về mối quan hệ đánh đổi giữa thất nghiệp và lạm phát, từ đó có những phản ứng chính sách thích đáng hơn.

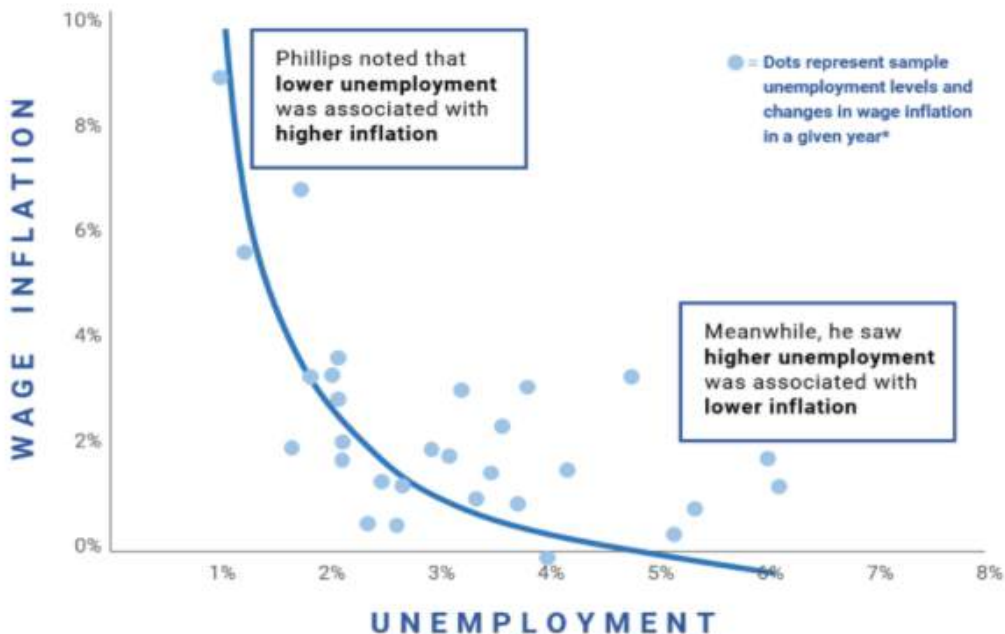
---

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [minhntri@ueh.edu.vn](mailto:minhntri@ueh.edu.vn)

## Nguyên lý về sự đánh đổi giữa lạm phát và thất nghiệp

“Đường cong Phillips” được đặt theo tên của William Phillips (1914-1975) nhà kinh tế học người New Zealand thuộc trường phái kinh tế Keynes. Đường cong này xuất phát từ kết quả nghiên cứu của Phillips đăng trên tạp chí *Economica* năm 1958, trong đó ông nhận thấy tỷ lệ thất nghiệp và tỷ lệ thay đổi tiền lương ở Vương quốc Anh giai đoạn 1861-1957 có mối quan hệ ngược chiều. Nói cách khác, khi tỷ lệ thất nghiệp thấp, tỷ lệ gia tăng tiền lương sẽ cao và ngược lại.

**Hình 1: Mô phỏng đường cong Phillips**



*Nguồn: Engemann, 2020*

Điều này được Phillips giải thích rằng khi tỷ lệ thất nghiệp cao, giới chủ doanh nghiệp có nhiều lựa chọn trong tuyển dụng lao động, nên có rất ít động lực để tăng lương. Ngược lại, khi tỷ lệ thất nghiệp thấp, giới chủ khó kiếm tuyển dụng lao động mới hơn, khiến họ phải tăng lương nhiều hơn. Sau đó, dựa trên nghiên cứu của Phillips, Paul Samuelson và Robert Solow (1960), cũng thuộc trường phái Keynes, đã tìm ra mối quan hệ tương tự giữa tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát, và đặt tên cho mối quan hệ này là “đường cong Phillips”.

Đường cong Phillips có thể được xem là công cụ củng cố lý luận kinh tế của trường phái Keynes, vốn chú trọng vào tác động của tổng cầu lên nền kinh tế. Tổng cầu gia tăng sẽ giúp các doanh nghiệp tuyển dụng nhiều lao động hơn, làm giảm tỷ lệ thất nghiệp. Tuy nhiên, khi nền kinh tế tiến gần đến mức toàn dụng lao động, áp lực từ yêu cầu được tăng

lương của người lao động sẽ lớn hơn, do doanh nghiệp khó tìm được người mới và người lao động cũng khó tìm chỗ làm khác hơn. Việc tăng lương, cùng với tăng tổng cầu, có thể khiến doanh nghiệp phải gia tăng giá thành sản phẩm bán ra, dẫn đến lạm phát. Nếu tuân theo đường cong Phillips, các nhà hoạch định chính sách sẽ phải xem xét sự đánh đổi giữa thất nghiệp và lạm phát, và lạm phát là cái giá phải trả cho việc phát triển kinh tế và tạo thêm việc làm cho người dân. Cái giá của sự đánh đổi này càng cao khi tỷ lệ thất nghiệp ở mức càng thấp.

### **Những tranh luận về đường cong Phillips**

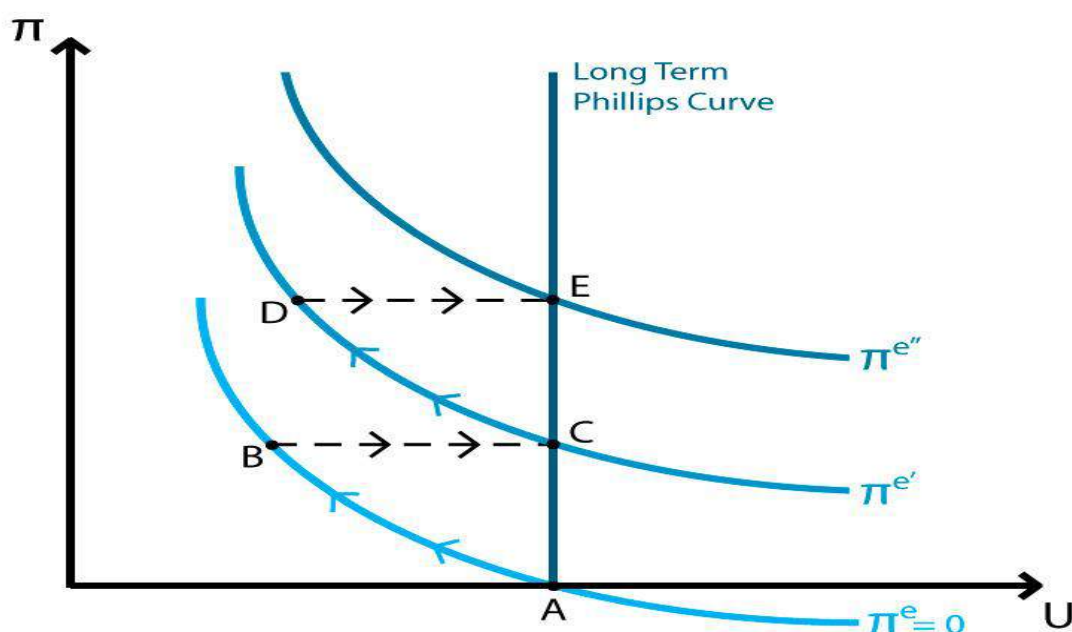
Sau khi được công bố, đường cong Phillips được sử dụng rộng rãi trong việc hoạch định chính sách. Tuy nhiên, đến cuối thập niên 1960, các nhà kinh tế học thuộc trường phái tiền tệ (monetarist) Milton Friedman (1968) và Edmund Phelps (1967, 1968), đã đưa ra những luận điểm phản bác tính thực tế của đường cong Phillips. Họ cho rằng mối quan hệ được thể hiện qua đường cong Phillips chỉ mang tính ngắn hạn, các yếu tố quan trọng cần được chú là tiền lương thực (real wage), tức sức mua của tiền lương khi có tính đến lạm phát và kỳ vọng lạm phát.

Để giải thích quan điểm này, họ đề xuất hình thái mới của đường cong Phillips, bằng cách đưa thêm yếu tố kỳ vọng lạm phát vào “mô hình” (còn gọi là expectations-augmented Phillips curve). Khi các chính sách tài khóa và tiền tệ mở rộng làm tổng cầu tăng, người lao động sẽ có nhu cầu được tăng lương danh nghĩa. Ở góc độ doanh nghiệp, các chính sách mở rộng có thể giúp họ dễ dàng tuyển lao động mới và tăng lương. Người lao động được tăng lương nghĩ rằng tiền lương thực của họ cũng tăng theo, sẵn sàng bán sức lao động của mình nhiều hơn để được hưởng lợi ích trên. Kết quả là tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống. Tuy nhiên, lạm phát khiến mặt bằng giá cả gia tăng, làm tiền lương thực (sức mua) suy giảm so với trước khi tăng mức lương danh nghĩa. Điều này khiến người lao động thay đổi kỳ vọng lạm phát tương lai, đồng thời đòi hỏi mức lương cao hơn để bù đắp cho lạm phát, cũng như ít khả năng sẵn lòng bán sức lao động của mình hơn. Tỷ lệ thất nghiệp gia tăng trở lại mức ban đầu trong khi lạm phát cũng tăng, từ đó khiến đường cong Phillips dịch chuyển lên trên.

Tỷ lệ thất nghiệp chỉ có thể thay đổi trong ngắn hạn và quay trở lại một mức xác định, khi mọi người thay đổi kỳ vọng lạm phát theo từng thời điểm. Mức này được gọi là tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên. Một biến thể được dùng để biểu thị trạng thái “cân bằng” tương tự có tên gọi NAIRU (non-accelerating inflation rate of employment), tức mức tỷ lệ thất nghiệp giữ cho lạm phát ổn định, không thay đổi. Nói cách khác, việc đặt mục tiêu tỷ lệ thất nghiệp dưới mức tự nhiên không khả thi về lâu về dài. Trong dài hạn, thay đổi tỷ lệ thất nghiệp không còn ảnh hưởng lên lạm phát và đường cong Phillips trở thành đường

thẳng đứng ở mức tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên. Khái niệm tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên cũng phản ánh được những yếu tố khiến thị trường lao động khó đạt mức toàn dụng, chẳng hạn như lao động tìm kiếm việc làm mới, hay chuyên môn của người lao động không phù hợp với các ngành nghề đang cần tuyển người.

**Hình 2: Đường cong Phillips có tính đến kỳ vọng, ngắn hạn và dài hạn.**



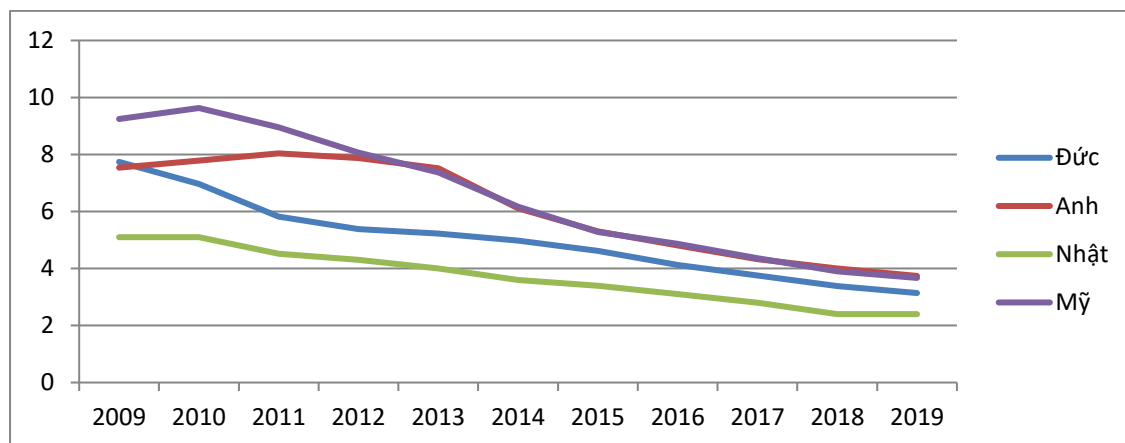
*Nguồn: Policonomics*

Thực tế cho thấy, các luận điểm của trường phái tiền tệ không phải không có cơ sở. Vào thập niên 1970, Mỹ trải qua thời kỳ lạm phát phi mã nhưng kinh tế lại đình đốn và tỷ lệ thất nghiệp cao (stagflation). Hiện tượng này được giải thích bởi kỳ vọng lạm phát của người dân lúc đó ở mức quá cao, khiến lạm phát trở nên dai dẳng. Tuy nhiên, cũng có ý kiến chỉ trích lý luận của Friedman và những người cùng trường phái, cho rằng nguyên lý kỳ vọng lạm phát nói trên giả định người lao động mặc nhiên không đánh giá được sức mua của tiền lương mình nhận, chỉ giới chủ hiểu được điều đó, dù trên thực tế thông tin về chỉ số giá tiêu dùng được công bố rộng rãi, ai cũng có thể tiếp cận. Đồng thời, lý luận này cũng bỏ qua yếu tố chu kỳ kinh tế. Hơn nữa, tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên hay NAIURU cũng không phải là con số cố định và phụ thuộc vào các điều kiện như thành phần dân số, cơ chế thuế doanh nghiệp, giá cả các mặt hàng liên quan (chẳng hạn như nhiên liệu), vị thế của người lao động và công đoàn.

### Đường cong Phillips đang bị “phẳng hóa”

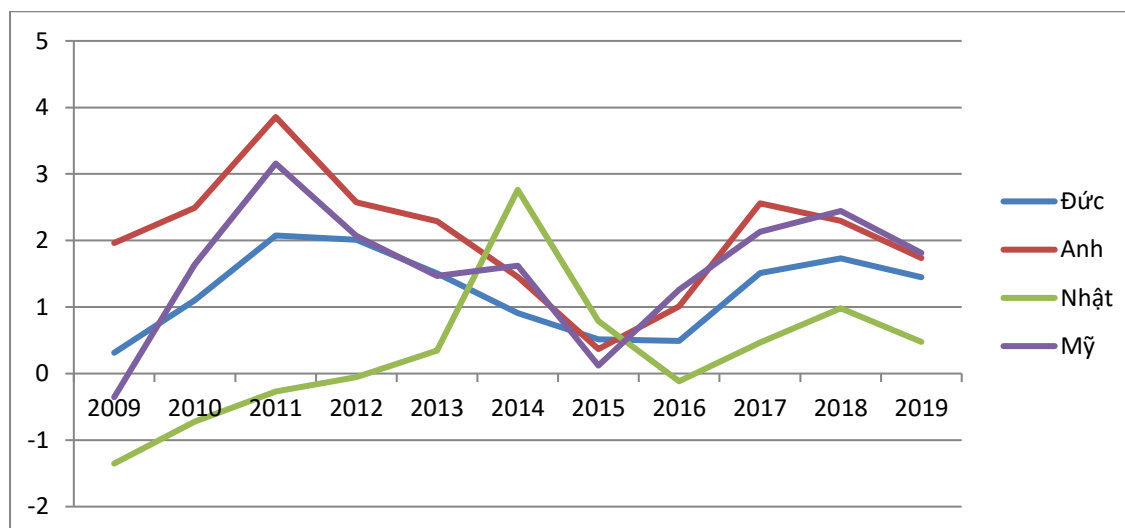
Một hiện tượng đang được chú ý trong những năm gần đây là “phẳng hóa” đường cong Phillips. Ở các nước phát triển như Mỹ, Anh, Nhật Bản và Đức, tỷ lệ thất nghiệp giảm liên tục trong thập niên 2010, nhưng lạm phát không có sự thay đổi tương xứng, như được thể hiện trong Hình 3 và 4.

**Hình 3: Tỷ lệ thất nghiệp ở 4 nước phát triển giai đoạn 2009-2019**



*Nguồn: số liệu từ World Bank*

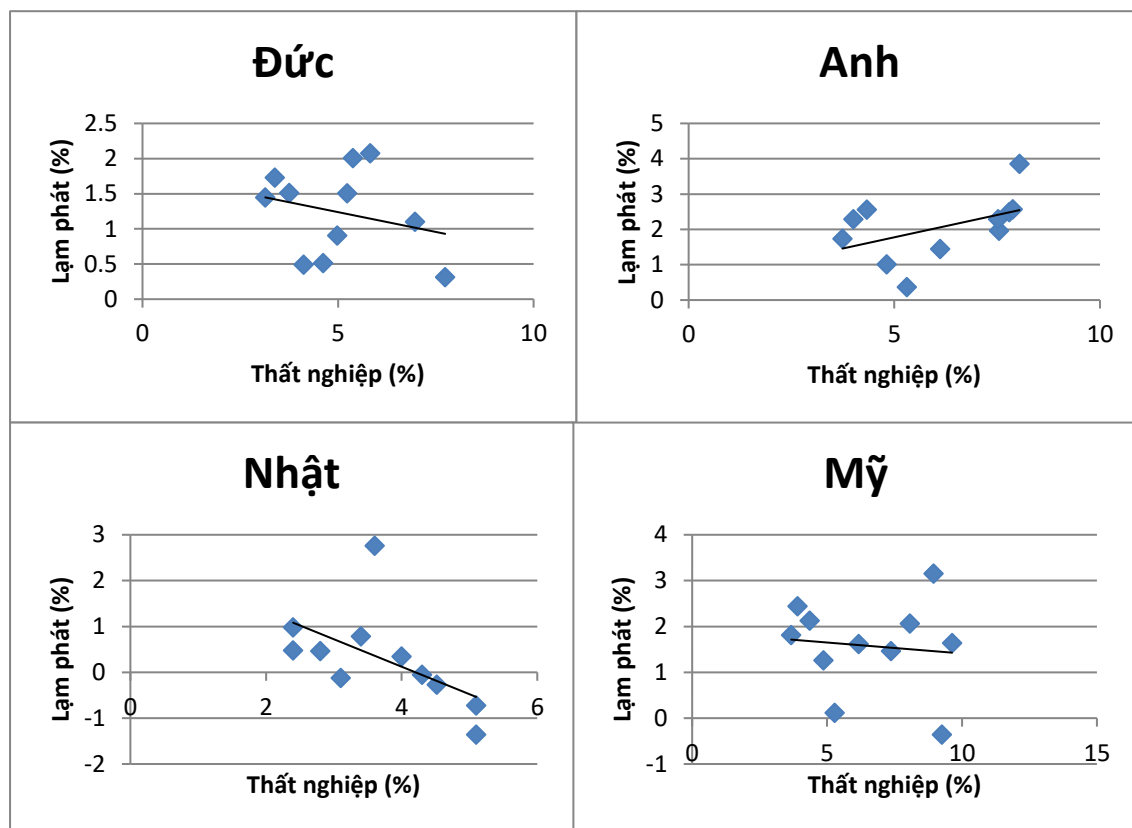
**Hình 4: Tỷ lệ lạm phát ở 4 nước phát triển giai đoạn 2009-2019**



*Nguồn: số liệu từ World Bank*



**Hình 5: Mô phỏng quan hệ giữa tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát ở 4 nước phát triển giai đoạn 2009-2019.**



*Nguồn: số liệu từ World Bank*

Không như tỷ lệ thất nghiệp, tỷ lệ lạm phát của các nước phát triển trong đồ thị có diễn biến phức tạp hơn. Mỹ, Anh, Đức đều có giai đoạn gia tăng lạm phát từ năm 2009 đến 2011 (năm USD trượt giá sâu so với các đồng tiền khác và giá dầu tăng chóng mặt), sau đó giảm gần như liên tục trong giai đoạn 2011-2015, rồi phục hồi các năm kế tiếp nhưng có dấu hiệu chững lại vào năm 2019. Nhật Bản gia tăng lạm phát liên tục trong giai đoạn 2009-2014 do tác động từ các chính sách phát triển kinh tế của cựu Thủ tướng Shinzo Abe, trước khi hạ nhiệt vào các năm kế tiếp, tăng trở lại trong giai đoạn 2016-2018, rồi cũng chững lại vào 2019.

Dữ liệu từ 4 nước phát triển trên cho thấy không có mối quan hệ thật sự rõ ràng giữa tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát ở các nước này trong vòng một thập niên trở lại đây. Lạm phát ở các nước này không đi lên càng lúc càng nhanh, theo quy tắc của đường cong Phillips, mà trôi sụt thất thường và những giai đoạn lạm phát gia tăng khi tỷ lệ thất nghiệp giảm cũng không quá dài.

Có nhiều lý do để giải thích cho hiện tượng nói trên. Đầu tiên, khi điều kiện kinh tế khó khăn, các công ty không muốn giảm lương quá nhiều để hạn chế ảnh hưởng đến tinh thần làm việc, dẫn đến điều ngược lại, rằng khi tình hình kinh tế khả quan hơn, giới chủ sẽ không vội tăng lương ngay. Hơn nữa, việc truyền dẫn giá từ chi phí tiền lương sang giá thành cũng không phải tức thời. Đối với một số ngành, như dịch vụ ăn uống, việc điều chỉnh giá thành thường xuyên sẽ rất tốn kém. Điều này làm giảm đáng kể tác động của tỷ lệ thất nghiệp lên lạm phát, góp phần “phẳng hóa” đường cong Phillips.

Hơn nữa, tỷ lệ thất nghiệp có thể không phản ánh đúng tiềm năng còn sót lại của thị trường lao động. Các doanh nghiệp ở các nước phát triển như Nhật Bản có thể tuyển thêm người vốn không được tính vào lực lượng lao động của họ, như phụ nữ và người đã qua tuổi nghỉ hưu. Tuyển dụng những người thuộc nhóm đối tượng này sẽ không làm ảnh hưởng đến con số tỷ lệ thất nghiệp được thống kê. Ngoài ra, trong bối cảnh toàn cầu hóa và sự phát triển của công nghệ thông tin, thị trường việc làm của một nước không chỉ bao gồm các công dân của quốc gia đó. Lao động của một quốc gia có thể di chuyển sang nước khác làm việc, thậm chí có thể làm việc xuyên biên giới nhờ các phần mềm hội họp online. Thí dụ, trong nông nghiệp, các nước phát triển thuê lao động nước ngoài thu hoạch nông sản ở các trang trại quy mô lớn. Ở các ngành mang tính dịch vụ như ngân hàng, nhiều người có thể làm việc cho các công ty có trụ sở ở nước ngoài với chiếc máy vi tính trong phòng của mình, không phải tốn công di chuyển và thực hiện các thủ tục rườm rà. Khó có thể phản ánh được điều này trong thống kê thất nghiệp truyền thống. Nhìn chung, lý thuyết đường cong Phillips không tính đến các yếu tố “phi chính thống” của thị trường lao động hiện nay.

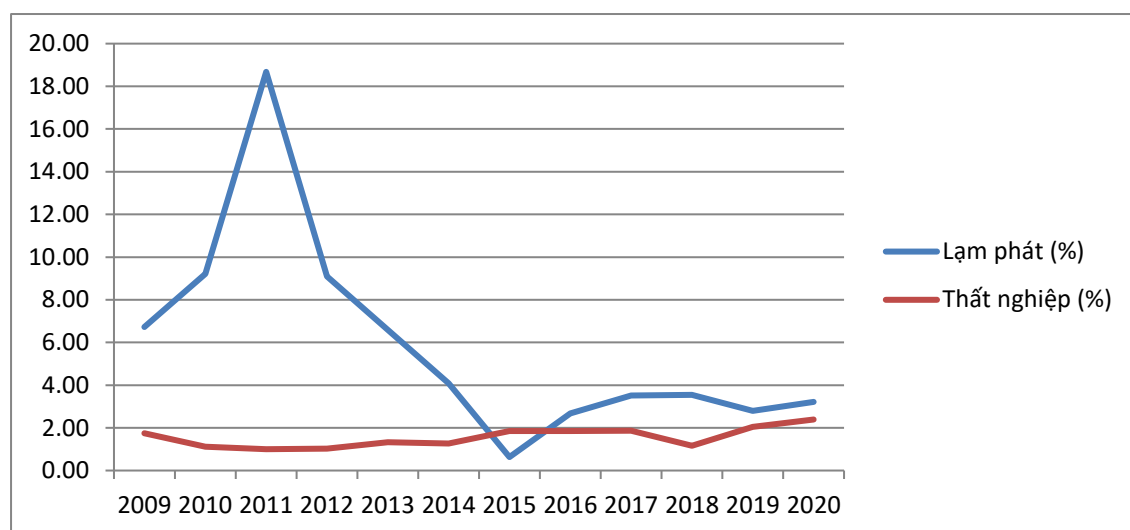
Ở góc độ bên điều tiết, chính sách tiền tệ phản chu kỳ của các NHTW cũng có thể làm phẳng đường cong Phillips, do tính chất đón đầu của nó. Khi lạm phát có nguy cơ gia tăng, NHTW có thể đưa ra các chính sách thắt chặt tiền tệ để kiềm chế lạm phát từ trong trứng nước. Hệ quả đi kèm là tỷ lệ thất nghiệp gia tăng ít nhiều. Ngược lại, khi lạm phát có dấu hiệu giảm, chính sách mở rộng được áp dụng, góp phần làm giảm tỷ lệ thất nghiệp. Tóm lại, chính sách phản chu kỳ làm thay đổi tỷ lệ thất nghiệp để giữ lạm phát không đổi.

Ngoài ra, mô hình đường cong Phillips vẫn chỉ gói gọn trong 2 yếu tố xác định, trong khi còn có những yếu tố khác tác động lên mặt bằng giá cả và lạm phát. Thí dụ, giai đoạn lạm phát gia tăng 2009-2011 cũng là thời điểm giá dầu tăng chóng mặt, từ 46,17USD/thùng khi thị trường mở vào đầu năm 2009, tăng lên 98,83USD/thùng khi thị trường đóng cửa hết năm 2011. Trong khi đó, năm 2015 chứng kiến sự sụt giảm đáng kể của giá dầu, chỉ ở mức 37,13USD/thùng khi thị trường đóng cửa hết năm đó. Đây cũng là thời điểm lạm phát của các quốc gia xuống mức rất thấp. Điều này có thể được giải

thích bằng hệ thống petrodollar, khi các giao dịch dầu đều được tính bằng USD. Giá dầu tăng vọt khiến USD mất giá, kéo mặt bằng giá cả đi lên do USD hay được sử dụng làm đồng tiền chuẩn để định giá các loại tài sản khác nhau trên thế giới. Giá dầu tăng cũng ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí sản xuất, vận chuyển ở các nước, góp phần đẩy giá thành lên cao.

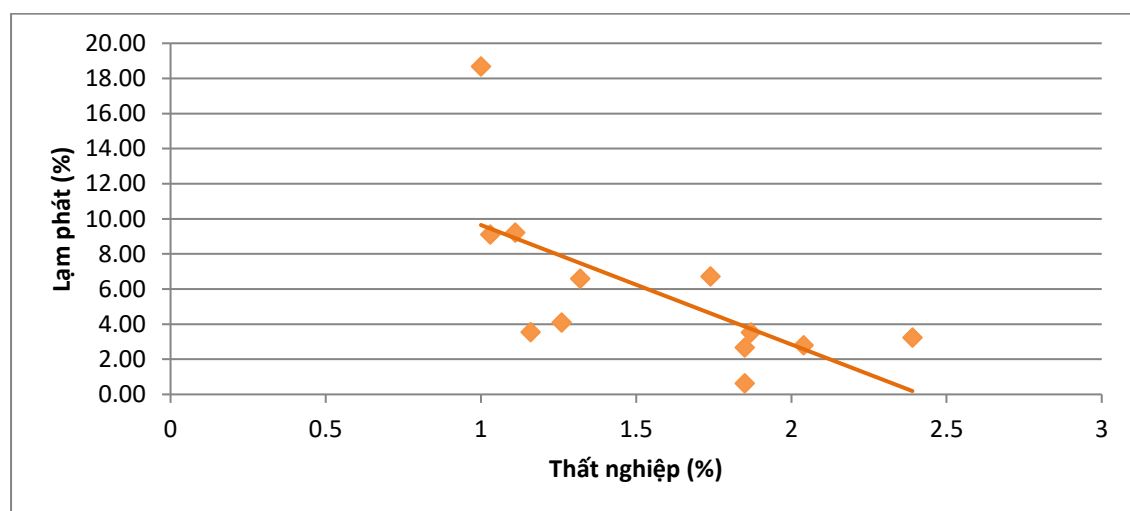
### Hàm ý chính sách cho Việt Nam

**Hình 6: Tỷ lệ lạm phát và thất nghiệp ở Việt Nam giai đoạn 2009-2020**



*Nguồn: số liệu từ World Bank và IMF*

**Hình 7: Mô phỏng quan hệ giữa tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát ở Việt Nam giai đoạn 2009-2020**



*Nguồn: số liệu từ World Bank và IMF*

Giá dầu tăng cao cũng khiến Việt Nam chịu ảnh hưởng tương tự như hầu hết các nước trên thế giới. Vào năm 2011, lạm phát ở Việt Nam lên đến hơn 18%. Trong khi đó, tỷ lệ thất nghiệp của Việt Nam không thay đổi quá nhiều trong giai đoạn 2009-2020 khi lạm phát có biến động lớn. Do đó ta thấy ở Việt Nam không có quan hệ rõ rệt giữa tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát theo đường cong Phillips. Câu hỏi đặt ra, liệu khi lạm phát tăng cao giai đoạn 2008-2011, tỷ lệ thất nghiệp không đổi quá nhiều? Giai đoạn 2015 đến nay lạm phát có xu hướng giảm, tỷ lệ thất nghiệp vẫn không đổi hay có tăng lên? Đây là câu hỏi không có câu trả lời chính xác. Lý do, các thống kê tỷ lệ thất nghiệp ở Việt Nam không theo thông lệ quốc tế; đặc biệt mức độ trung thực và chính xác của các thông tin về việc làm và lao động.

Theo Tổng cục Thống kê, tỷ lệ thất nghiệp của Việt Nam năm 2019 là 1,98%, thấp hơn rất nhiều so với các nước phát triển thường có tỷ lệ thất nghiệp cao trên 3 lần. Điều đặc biệt, trong bối cảnh dịch Covid-19 còn hoành hành, ở nhiều nơi số lao động bị thất nghiệp tăng cao, tỷ lệ thất nghiệp ở Việt Nam vẫn ở mức thấp đáng ngạc nhiên 2,29% trong quý III và 2,27% trong 9 tháng năm 2020, tăng không đáng kể so với cùng kỳ năm 2019, thời điểm Covid-19 chưa xuất hiện. Theo lý giải của cơ quan thống kê, đó là do khi bị mất việc làm người lao động nước ta có thói quen sử dụng nguồn tài chính dự trữ nên không đi tìm công việc mới, chấp nhận nghỉ việc tạm thời. Theo quy định của Tổ chức Lao động Quốc tế (ILO), những người này không được tính vào lực lượng lao động, cũng như đội quân thất nghiệp.

Theo quan điểm người viết, cách lý giải của ILO không phản ánh được cuộc sống bấp bênh của người lao động nếu xét đến tương lai của họ, khi các nguồn tiết kiệm ít ỏi của họ cạn kiệt nhanh chóng. Mặt khác, ngoài tỷ lệ thất nghiệp, nếu sử dụng thêm nhiều tiêu chí khác như tỷ lệ tham gia lực lượng lao động, tỷ lệ lao động qua đào tạo, tỷ lệ thanh niên không có việc làm và không tham gia học tập, đào tạo, thu nhập của người lao động, lực lượng lao động chưa được khai thác hết tiềm năng... tỷ lệ thất nghiệp thực tế có thể cao hơn nhiều con số công bố.

Các nhà kinh tế cho rằng đường cong Phillips không phải là công cụ hoàn hảo để hoạch định chính sách. Tuy nhiên chỉ ít họ cũng có cơ sở bằng các dữ liệu thống kê, thậm chí theo thời gian thực, để hỗ trợ luận điểm của mình. Do đường cong Phillips bị phẳng hóa, các nhà hoạch định chính sách ở các nước phát triển mới mạnh dạn tung ra các gói kích thích kinh tế khổng lồ (họ vẫn tin rằng lạm phát vẫn không tăng đáng kể do những lý do tác giả phân tích phần trên).

Trong khi đó, ở Việt Nam lại thiếu các công cụ đo lường chính xác tỷ lệ thất nghiệp. Điều này dẫn đến thiệt thòi lớn cho người lao động. Chẳng hạn giai đoạn 2015 đến nay

lạm phát giảm nhiều, nhưng tỷ lệ thất nghiệp vẫn ổn định hay tăng đáng kể? Dường như các nhà hoạch định chính sách đang hoan hỷ với mục tiêu kiềm chế lạm phát. Các phản ứng chính sách tài khóa, tiền tệ vẫn còn quá nhiều thận trọng để kiềm chế lạm phát, bởi họ tin rằng tỷ lệ thất nghiệp vẫn không đổi. Các nhà hoạch định chính sách tất nhiên có được thành tích ổn định kinh tế vĩ mô. Nhưng cái giá phải trả có thể là thất nghiệp tăng lên trong thực tế. Và do chúng ta vẫn chưa có thước đo tỷ lệ thất nghiệp chính xác, nên không ai có thể bày tỏ nỗi lòng của người lao động, rằng chúng tôi vẫn còn nhiều cơ cực lắm dù lạm phát thấp và ổn định kinh tế vĩ mô.

### **Tài liệu tham khảo**

- Engemann, K., 2020. *What's the Phillips Curve & Why Has It Flattened?* [online] Federal Reserve Bank of St. Louis. Available at: <<https://www.stlouisfed.org/open-vault/2020/january/what-is-phillips-curve-why-flattened>> [Accessed 3 April 2021].
- Friedman, M., 1968. The role of monetary policy. *American Economic Review*, 58, pp.1-17.
- Gordon, R., 2018. Friedman and Phelps on the Phillips curve viewed from a half century's perspective. *Review of Keynesian Economics*, 6(4), pp.425-436.
- Hoover, K., n.d. *Phillips Curve*. [online] The Library of Economics and Liberty. Available at: <<https://www.econlib.org/library/Enc/PhillipsCurve.html>> [Accessed 3 April 2021].
- Phelps, E., 1967. PCs, Expectations of inflation, and optimal unemployment over time. *Economica*, 34, pp.254-81.
- Phelps, E., 1968. Money-wage dynamics and labor-market equilibrium. *Journal of Political Economy*, 76, pp.678-711.
- Policonomics. n.d. *Monetarism: Expectations-augmented Phillips curve* / Policonomics. [online] Available at: <<https://policonomics.com/lp-monetarism-expectations-augmented-phillips-curve/>> [Accessed 3 April 2021].
- Samuelson, P. and Solow, R., 1960. Analytical aspects of anti-inflation policy. *American Economic Review*, 50, pp.177-194.
- The Economist. 2020. *Why does low unemployment no longer lift inflation?*. [online] Available at: <<https://www.economist.com/schools-brief/2020/08/22/why-does-low-unemployment-no-longer-lift-inflation>> [Accessed 3 April 2021].

# 44.

## ĐỊNH VỊ HỆ THỐNG TÀI CHÍNH XANH TRONG NỀN KINH TẾ XANH – KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VÀ KHUYẾN NGHỊ CHO VIỆT NAM

Trần Thị Thanh Tú\*

Lê Hồng Hạnh\*\*

Nguyễn Thị Minh Huệ\*\*\*

Nguyễn Thị Hồng Thúy\*\*

### *Tóm tắt*

*Để hướng tới hệ sinh thái kinh tế xanh, hệ thống tài chính xanh sẽ đóng vai trò quan trọng khi đảm nhiệm vai trò là kênh dẫn và điều tiết vốn. Nghiên cứu này tập trung vào việc tổng quan vai trò của hệ thống tài chính xanh, từ đó định vị hệ thống tài chính xanh trong nền kinh tế xanh trên thế giới và ở Việt Nam. Nhóm nghiên cứu cũng thực hiện đánh giá thực trạng phát triển hệ thống xanh ở Việt Nam hiện nay, qua đó, đề xuất xây dựng bộ chỉ số giúp định vị hệ thống tài chính xanh, đồng thời đưa ra một số khuyến nghị tới các chủ thể tham gia vào hệ thống tài chính xanh nhằm hiện thực hóa mục tiêu trong dài hạn.*

*Từ khóa:* Tài chính xanh, kinh tế xanh, chỉ số xanh.

### **1. Giới thiệu chung**

Từng là một quốc gia "xanh" trong thế kỷ 20, song với sự tăng trưởng kinh tế xã hội trong vài năm trở lại đây, Việt Nam đã đứng đầu tại Đông Nam Á về lượng khí nhà kính phát thải<sup>2</sup>. Quá trình phát triển kinh tế ở Việt Nam thời gian qua dựa nhiều vào khai thác tài nguyên, xuất khẩu nguyên liệu thô và sơ chế gây thiệt hại cho môi trường và gia tăng tác động của biến đổi khí hậu. Theo báo cáo của UNEP (2013) thì Việt Nam có mức độ sử

\* Trường Đại học Việt Nhật, Đại học Quốc gia Hà Nội | Email liên hệ: [tuttt76@gmail.com](mailto:tuttt76@gmail.com)

\*\* Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội

\*\*\* Trường Đại học Kinh tế Quốc dân.

<sup>2</sup> Theo Báo cáo kỹ thuật kiểm kê quốc gia khí nhà kính của Việt Nam năm 2014 (Bộ Tài nguyên và Môi trường năm 2018)

dụng nguyên liệu thô trong nước (than, dầu, thép) để sản xuất ra một đơn vị GDP vào loại cao nhất thế giới. Trong khi thế giới ngày càng ít sử dụng nguyên liệu thô để tạo ra một đơn vị GDP thì Việt Nam lại gia tăng tỷ lệ này. Nếu như năm 1990, Việt Nam sử dụng khoảng hơn 8kg nguyên liệu thô để tạo ra 1 USD GDP thì con số này đến năm 2008 là khoảng 13kg, trong khi con số tương ứng để tạo ra 1 USD GDP trung bình của thế giới năm 1990 là 1,8kg tới năm 2008 chỉ còn khoảng 1,5kg.

Có thể thấy, trái ngược với nền kinh tế xanh - nền kinh tế đảm bảo 3 yếu tố: tăng trưởng kinh tế, công bằng xã hội và bảo vệ môi trường, thì mô hình phát triển kinh tế của Việt Nam hiện nay vẫn đang ở trạng thái “nâu”, tức là nền kinh tế tập trung khai thác và sử dụng quá nhiều năng lượng từ nhiên liệu hóa thạch gây ảnh hưởng đến môi trường. Cũng như nhiều nước trên Thế giới, Việt Nam đang nỗ lực trong quá trình “thay máu” từ “nâu” sang “xanh” với rất nhiều chương trình và hành động. Tuy nhiên, để thực sự đổi màu một nền kinh tế từ “nâu” sang “xanh” là một vấn đề hết sức khó khăn, cần sự chung tay, đồng lòng của tất cả mọi người. Việc xây dựng một nền kinh tế xanh cũng đòi hỏi một nguồn lực tài chính rất lớn, thậm chí phải đánh đổi nhiều điều nhất là với một quốc gia còn nghèo như Việt Nam. Ngay cả với những quốc gia phát triển như Mỹ và các nước châu Âu, việc thực hiện chiến lược tăng trưởng xanh cũng không hề đơn giản. Để xây dựng một nền kinh tế xanh cũng cần phải có một nguồn lực và nền tảng kinh tế vững chắc.

“Kinh tế xanh” (hay “kinh tế sạch”) là nền kinh tế nâng cao đời sống của con người và cải thiện công bằng xã hội, đồng thời giảm thiểu đáng kể những rủi ro môi trường và những thiếu hụt sinh thái<sup>3</sup>. Hiểu một cách đơn giản, nền kinh tế xanh có mức phát thải thấp, sử dụng hiệu quả tài nguyên và hướng tới công bằng xã hội. Chiến lược tăng trưởng cơ bản của nền “kinh tế xanh” là bảo vệ môi trường, phát triển công nghệ sản xuất sạch và năng lượng sạch, nhanh chóng đạt được mức tăng trưởng bền vững hay nói cách khác là tăng trưởng xanh. Phát triển nền kinh tế xanh là mục tiêu của mọi quốc gia hiện nay, trong đó xây dựng “hệ thống tài chính xanh” là điều kiện nền tảng. Thực tế, theo nghiên cứu của Nannette (2014) thì chưa có khái niệm cụ thể về tài chính xanh và tài chính xanh vẫn đang được hiểu theo các cách tiếp cận khác nhau. Tuy nhiên, trong nghiên cứu này, nhóm tác giả sẽ sử dụng khái niệm về hệ thống tài chính xanh theo nhóm nghiên cứu đề tài cấp nhà nước (KX01.27/16-20). Theo đó, hệ thống tài chính xanh được hiểu là: *“Hệ thống tài chính cho phép luân chuyển nguồn tài chính tới các hoạt động đầu tư thông qua các trung gian tài chính và thị trường tài chính trong đó các hoạt động đầu tư phải đảm bảo các điều kiện xanh, bảo vệ môi trường và hướng tới phát triển bền vững. Khi đó, các*

<sup>3</sup> Chương trình Môi trường Liên Hợp quốc (UNEP, 2011)

*bộ phận cấu thành của hệ thống tài chính xanh sẽ mang đặc điểm xanh, bao gồm: trung gian tài chính xanh, thị trường tài chính xanh, công cụ huy động vốn xanh hay nguồn vốn xanh, và đầu tư xanh”.*

Hệ thống tài chính xanh đóng vai trò là kênh dẫn vốn và điều tiết nguồn lực cho phát triển nền kinh tế xanh (điều tiết hoạt động đầu tư). **Hệ thống tài chính xanh thúc đẩy các công cụ xanh** như tín dụng xanh của ngân hàng xanh, trái phiếu xanh, cổ phiếu xanh, chỉ số tài chính xanh. Bên cạnh đó, **hệ thống tài chính xanh còn giúp thúc đẩy các loại thị trường xanh.**

Xuất phát từ vai trò cốt yếu của hệ thống tài chính xanh đóng góp vào kinh tế xanh, kết quả nghiên cứu kinh nghiệm từ các Quốc gia và vùng lãnh thổ như Mỹ, Anh, Châu Âu, Nam Phi, Hàn Quốc và Trung Quốc cho thấy việc xanh hóa hệ thống tài chính được nhiều quốc gia trên thế giới quan tâm nhằm khắc phục và hạn chế những tác động tiêu cực của phát triển kinh tế tới môi trường, cải thiện môi trường thông qua xanh hóa nền kinh tế. Những kết quả nghiên cứu bước đầu là cơ sở khoa học quan trọng cho việc đưa ra mô hình phát triển tài chính xanh phù hợp với điều kiện của mỗi quốc gia. Mặc dù đây là một lĩnh vực khá mới, song nhận thấy được vai trò quan trọng của phát triển hệ thống tài chính xanh, Việt Nam bước đầu hướng tới sự phát triển của hệ thống tài chính xanh nhằm hướng tới sự phát triển bền vững. Tuy nhiên, cho tới nay các chính sách về tài chính xanh tại Việt Nam mới đang ở dạng gợi mở về các định hướng phát triển. Các quy định cụ thể về triển khai, vận hành thị trường vẫn đang được nghiên cứu, chưa được ban hành, trong đó có việc xây dựng bộ chỉ số đánh giá mức độ xanh hóa của hệ thống tài chính.

Nghiên cứu này tập trung vào việc đánh giá thực trạng phát triển hệ thống xanh ở Việt Nam hiện nay, qua đó, đề xuất xây dựng bộ chỉ số giúp định vị hệ thống tài chính xanh, đồng thời đưa ra một số khuyến nghị tới các chủ thể tham gia vào hệ thống tài chính xanh nhằm hiện thực hóa mục tiêu trong dài hạn. Việc đóng góp xây dựng bộ chỉ số đánh giá mức độ xanh hóa của hệ thống tài chính nói riêng và nền kinh tế nói chung sẽ đóng góp lớn về khoa học lý luận và học thuật cho các nghiên cứu về kinh tế và tài chính ở Việt Nam cũng như thế giới.

## **2. Đánh giá thực trạng phát triển hệ thống tài chính xanh ở Việt Nam**

Trước nhu cầu thúc đẩy tăng trưởng xanh của Việt Nam, nhu cầu vốn phục vụ cho mục tiêu này là rất lớn. Theo Báo cáo Đóng góp dự kiến do quốc gia tự quyết định – INDC



Việt Nam<sup>4</sup>, Việt Nam cần khoảng 20 tỷ USD để đầu tư cho tăng trưởng xanh trong giai đoạn 2021-2030. Chính vì vậy, Chính phủ Việt Nam đã có những hành động cụ thể trong việc thiết lập chính sách phát triển tài chính xanh tại Việt Nam. Trong đó, đã có một số chính sách phát triển thị trường vốn xanh được ban hành. Về mặt phát triển ngân hàng xanh, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã hoàn thiện Kế hoạch hành động của ngành ngân hàng (Quyết định số 1552/QĐ-NHNN ngày 6/8/2015), Đề án phát triển ngân hàng xanh (Quyết định số 1604/QĐ-NHNN) và đưa ra các chương trình tín dụng góp phần sử dụng tài nguyên hiệu quả, tạo sinh kế và nâng cao mức sống của người dân, giải quyết từng bước các vấn đề môi trường và xã hội; ưu tiên phát triển một số ngành, lĩnh vực theo hướng đầu tư theo chiều sâu, sử dụng công nghệ cao...

Thực trạng phát triển hệ thống tài chính xanh tại Việt Nam được xem xét đánh giá trên hai góc độ: (i) Nguồn vốn xanh và (ii) Đầu tư xanh.

Đối với nguồn vốn xanh, các doanh nghiệp Việt Nam có thể vay vốn thông qua kênh tài chính trực tiếp gồm: Thị trường Carbon, Thị trường trái phiếu xanh, Thị trường Cổ phiếu xanh, Hệ thống chỉ số xếp hạng xanh, Mạng lưới nhà đầu tư xanh. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp có thể tiếp cận nguồn vốn tài chính xanh thông qua kênh tài chính gián tiếp như ngân hàng xanh hoặc các quỹ đầu tư xanh. Hiện nay, các NHTM cũng đã tự xác định mức độ cam kết cao đối với các vấn đề xanh trong chiến lược đầu tư. Nhìn chung, nhiều tổ chức đã cam kết hỗ trợ đầu tư xanh và thực hiện các mục tiêu của Chiến lược tăng trưởng xanh quốc gia. Điều này cũng được thể hiện thông qua chỉ số tỷ trọng tín dụng xanh của toàn ngành ngân hàng tăng hơn 2,5 lần trong vòng 4 năm từ 1,5% năm 2016 đến 4,1% năm 2019.

Đối với đầu tư xanh, tại Việt Nam, các doanh nghiệp quy mô đủ lớn đã bắt đầu quan tâm hơn tới bảo vệ môi trường và trách nhiệm xã hội. Một số doanh nghiệp điển hình trong xu hướng đầu tư xanh như: Tập đoàn Vingroup, Vinamilk, Tập đoàn Hoa Sen, Công ty Coca Cola Việt Nam, COFICO Công ty cổ phần xây dựng số 1, Toyota Việt Nam. Bên cạnh đó, ở cấp độ vĩ mô, Chính phủ và NHNN đã ban hành nhiều chỉ thị nhằm thúc đẩy phát triển đầu tư xanh.

## **2.1. Thực trạng phát triển nguồn vốn xanh**

Nguồn vốn xanh trong nền kinh tế hiện nay đến từ một số nguồn chính như: nguồn vốn xanh của các NHTM và tổ chức tài chính quốc tế, nguồn vốn từ hoạt động tín dụng xanh

---

<sup>4</sup> Là một báo cáo do Chính phủ Việt Nam xây dựng theo gợi ý của Công ước khung của LHQ về biến đổi khí hậu (UNFCCC). Báo cáo được gửi cho Ban thư ký UNFCCC và công bố vào tháng 10/2015.

và nguồn vốn có được thông qua việc phát hành các công cụ huy động vốn xanh, bao gồm trái phiếu xanh và vốn chủ sở hữu xanh.

Phần lớn nguồn vốn tài trợ cho tài chính xanh ở Việt Nam hiện nay đến từ Chính phủ, các tổ chức phát triển quốc gia, các định chế quốc tế hay ngân hàng phát triển song phương và đa phương, các doanh nghiệp và cá nhân. Tương tự như nguồn vốn thông thường, nguồn vốn xanh cũng được huy động theo hai kênh là kênh tài chính trực tiếp và kênh tài chính gián tiếp. Tuy nhiên, bên cạnh đó, hoạt động phát triển nguồn vốn xanh từ tín dụng xanh mới chỉ bước đầu được một số các NHTM quan tâm triển khai bởi những lợi ích của việc trở thành ngân hàng xanh chưa thực sự rõ ràng. Với các nỗ lực chung, đến nay nền tảng pháp lý, thể chế, chính sách cho ngân hàng-tín dụng xanh về cơ bản đã hình thành. Dư nợ tín dụng xanh qua thống kê chưa đầy đủ đến tháng 6/2019 đã tăng rất nhanh lên đến 317.600 tỷ đồng. Tỷ trọng tín dụng xanh cũng tăng mạnh từ 1,5% lên 4,1% tổng dư nợ toàn nền kinh tế. Hai nhóm công cụ huy động tài chính xanh phổ biến hiện nay là Trái phiếu xanh (*Green Bonds*) và Vốn chủ sở hữu xanh (*Green Equity*). Tuy nhiên đến thời điểm hiện tại, ở Việt Nam, công cụ huy động tài chính xanh chủ yếu vẫn sử dụng qua hình thức phát hành trái phiếu xanh.

Cho đến nay, Việt Nam mới chỉ có 2 văn bản quy phạm pháp luật đề cập đến định nghĩa trái phiếu xanh là Nghị định số 163/2018/NĐ-CP ngày 4 tháng 12 năm 2018 của Chính phủ và Nghị định số 153/2020/NĐ-CP. Thị trường trái phiếu xanh ở Việt Nam mới đang trong giai đoạn triển khai thí điểm, chưa có sản phẩm phát hành rộng rãi trên thị trường.

Trong khi đó, thị trường cổ phiếu xanh ở Việt Nam cũng đang được đưa vào giai đoạn tạo lập. Các hoạt động chính đã được triển khai đến nay có thể được chia thành 3 nhóm: (i) nâng cao hiểu biết toàn thị trường về tài chính xanh; (ii) khuyến khích sự tham gia của các doanh nghiệp với tài chính xanh; (iii) xây dựng và áp dụng chỉ số phát triển bền vững toàn thị trường.

## **2.2. Thực trạng đầu tư xanh**

Xét trên cấp độ vĩ mô, trên cơ sở ban hành cơ chế chính sách đối với phát triển bền vững, quan điểm này đã được thể hiện xuyên suốt trong các Chiến lược phát triển kinh tế xã hội tại nhiều kỳ Đại hội Đảng. Ngày 25/9/2012, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định số 1393/QĐ – TTg phê duyệt chiến lược quốc gia về tăng trưởng xanh thời kỳ 2012 – 2020 và tầm nhìn đến 2050. Các hoạt động thu hút nguồn lực cho đầu tư xanh cũng tích cực được phối hợp thực hiện giữa các tổ chức quốc tế, các nhà tài trợ và các cơ quan Chính phủ. NHNN cũng ban hành Chỉ thị số 03/CT-NHNN ngày 24/3/2015 về thúc đẩy

tăng trưởng tín dụng xanh và quản lý rủi ro môi trường và xã hội trong hoạt động cấp tín dụng. Bên cạnh đó, sáng kiến Khu công nghiệp sinh thái hướng tới mô hình khu công nghiệp bền vững tại Việt Nam do Bộ Kế hoạch và Đầu tư cùng với UNIDO thực hiện từ năm 2014.

Xét trên cấp độ vi mô – cấp độ doanh nghiệp, những đánh giá từ khảo sát PCI 2016 cho thấy đa số các doanh nghiệp đều biết đến các quy định về môi trường áp dụng với các doanh nghiệp (87%), tuy nhiên trong số này chỉ có một thiểu số các doanh nghiệp trong nước. Trái ngược với hiệu ứng tích cực đạt được trong việc phổ biến các quy định trên tới doanh nghiệp, thực tế lại có tới hơn 80% doanh nghiệp tại Việt Nam chưa thi hành đầy đủ các quy định về môi trường trong sản xuất, kinh doanh. Mặt khác, làn sóng khởi nghiệp xanh đã và đang trên đà phát triển ngày càng mạnh mẽ. Các doanh nghiệp quy mô đủ lớn đã bắt đầu quan tâm thỏa đáng hơn tới bảo vệ môi trường và trách nhiệm xã hội.

### **2.3. Đánh giá thực trạng phát triển các trung gian tài chính xanh**

#### **Thực trạng phát triển ngân hàng xanh**

Phát triển tín dụng xanh là một hoạt động tiên phong của các NHTM Việt Nam trong nỗ lực thực hiện Đề án Phát triển tín dụng xanh, hướng tới Chiến lược ngân hàng xanh ở Việt Nam. Quy mô dư nợ tín dụng xanh có xu hướng tăng nhanh. Số lượng NHTM triển khai các sản phẩm tín dụng xanh cũng gia tăng nhanh chóng. Từ con số 3 NHTM theo chương trình thí điểm vào năm 2016 thì đến quý I/2019, đã có gần 20 NHTM triển khai các sản phẩm tín dụng xanh (trên tổng số 178 TCTD, không bao gồm quỹ tín dụng nhân dân). Các ngân hàng chính sách (như NH Chính sách xã hội, Ngân hàng Phát triển) tích cực triển khai các dự án tăng trưởng bền vững hướng đến nâng cao chất lượng cuộc sống của người dân (như nước sạch vệ sinh môi trường, chống biến đổi khí hậu...). Các NHTM Nhà nước tiếp tục mở rộng triển khai tín dụng xanh từ chương trình của NHNN. Các NHTM tư nhân và Ngân hàng nước ngoài cũng tích cực tung ra các sản phẩm hướng đến phát triển bền vững.

Các NHTM Việt Nam đạt được những tiến bộ khá tích cực trong việc phát triển hệ thống ngân hàng xanh thông qua hoàn thiện hệ thống quản trị, cải thiện chính sách cổ đông, công bố thông tin cũng như kiểm soát rủi ro. Tuy nhiên, trình độ của Việt Nam còn kém rất xa so với các nước trong khu vực như Indonesia, Malaysia, Singapore...

Các NHTM đã chú trọng xây dựng hệ thống quản lý rủi ro môi trường và xã hội. Kết quả đến nay đã có 3 NHTM áp dụng được Hệ thống quản lý trách nhiệm với môi trường

và xã hội (ESMS), 17 NHTM đã xây dựng quy trình thẩm định rủi ro môi trường và xã hội trong các quy định nội bộ và đa phần đã thực hiện đánh giá rủi ro môi trường và xã hội trong hoạt động cấp tín dụng. Tuy nhiên, đa phần các NHTM chưa có bộ phận riêng, chuyên trách về phát triển ngân hàng – tín dụng xanh.

Các NHTM đã chú trọng nâng cao năng lực quản lý rủi ro môi trường và xã hội trong các hoạt động thông qua việc tham gia các Tọa đàm, Hội thảo và đáp ứng các tiêu chuẩn của các Tổ chức quốc tế trong triển khai tín dụng xanh để trang bị những kiến thức mới, tiếp cận những quy định của NHNN về phát triển ngân hàng xanh. Các NHTM cũng chủ động học hỏi, đáp ứng các yêu cầu ESG trong các chương trình hợp tác với Tổ chức quốc tế để triển khai tín dụng xanh. Các tổ chức quốc tế (như EU, GIZ, IFC...) đã tích cực thực hiện các chương trình tài trợ vốn, hỗ trợ kỹ thuật để nâng cao năng lực phát triển tài chính xanh cho Việt Nam. Có thể nói, các NHTM Việt Nam hiện nay mới ở cấp độ 3 trong 5 cấp độ phát triển ngân hàng xanh của Kaufler, 2010. (Trần Thị Thanh Tú và cộng sự, 2020).

### **3. Đề xuất xây dựng bộ chỉ số Tài chính xanh để định vị hệ thống tài chính xanh**

#### **3.1. Các nghiên cứu liên quan tới xây dựng bộ chỉ số tài chính xanh**

Trên thế giới, đã có một số nghiên cứu đề xuất xây dựng bộ chỉ số kinh tế xanh như nghiên cứu của Danlu (2018) áp dụng cho thị trường Trung Quốc đã đề xuất mô hình chỉ số phát triển kinh tế xanh (GEI- Green economy development Index). Theo đó, chỉ số này sẽ có mối quan hệ hàm số với các biến như: Đầu tư năng lượng tái tạo (INV), Tín dụng xanh (CRE), đầu tư xử lý ô nhiễm (IPG), trình độ kỹ thuật (TE), và cấu trúc lĩnh vực. Nhóm tác giả đã ứng dụng bộ chỉ số GEI đối với 150 doanh nghiệp niêm yết có sử dụng năng lượng tái tạo ở Trung Quốc. Kết quả cho thấy sự phát triển về nền kinh tế xanh không chỉ phụ thuộc vào đầu tư vào năng lượng tái tạo của các doanh nghiệp, mà còn phụ thuộc vào các ràng buộc khác liên quan tới tài chính hành vi. Cụ thể như cần kết hợp các chính sách về tín dụng xanh của chính phủ với các tổ chức tài chính để tối ưu hóa hiệu quả của sử dụng năng lượng tái tạo. Nghiên cứu của Puhakka (2017) cũng cho kết quả tương tự như nghiên cứu của Danlu (2018) khi cho rằng yếu tố về các chính sách và quy định của chính phủ là yếu tố quan trọng tác động tới việc chuyển đổi thành nền kinh tế xanh. Bên cạnh đó, tác giả đã tổng hợp khung các yếu tố tác động tới nền kinh tế xanh liên quan tới 5 phương diện chính: (1) Kinh tế và thị trường nói chung, (2) Nghiên cứu khoa học và phát triển, (3) Các chính sách và quy định, (4) Nguồn vốn trong xã hội, (5) Nhận thức của cộng đồng. Anton (2016) đã xây dựng bộ chỉ số kinh tế xanh (GEI) gồm 26 chỉ tiêu. Nhóm nghiên cứu đã sử dụng chỉ số này đối với 193 quốc gia. Theo đó, các chỉ tiêu này bao trùm các vấn đề chính như: (1) Quản trị quốc gia, (2) Tỷ lệ của tài trợ

cho khai thác nhiên liệu hóa thạch/đầu tư cho các doanh nghiệp về môi trường/năng lượng tái tạo/bằng sáng chế liên quan đến môi trường so với tổng GDP, (3) Diện tích trang trại hữu cơ so với tổng diện tích đất nông nghiệp, (4) Tỷ trọng năng lượng tái tạo trong tổng nguồn cung năng lượng sơ cấp, (5) Dấu chân sinh thái (không bao gồm khí thải carbon), (6) Lượng năng lượng tiêu thụ/Nước rút bình quân/Lượng khí thải /Xử lý khí thải bình quân/Lượng khí thải nhà kính trên mỗi đầu người, (7) Tiêu thụ nguyên liệu trong nước, (8) Chỉ số ô nhiễm không khí/nước, (9) Tỷ lệ các khu bảo tồn biển và trên cạn, (10) Tỷ lệ các loài bị đe dọa tuyệt chủng, (11) Tỷ lệ chuyển đổi đất, (12) Khoảng cách đói nghèo, (13) Chỉ số nhu cầu cơ bản, (14) Tiết kiệm ròng được điều chỉnh (tiết kiệm đích thực) theo tỷ lệ phần trăm của tổng thu nhập quốc dân, (15) Chỉ số phát triển con người, (16) Tỷ số việc làm trên dân số trong độ tuổi lao động, (17) Chỉ số công việc tốt, (18) Hệ số Gini, (19) Mức độ hài lòng về cuộc sống. Có thể thấy bộ chỉ số GEI được đề xuất rất bao trùm, thể hiện được nhiều nội dung tác động và cần được xem xét khi hướng tới nền kinh tế xanh. Kết quả khảo sát cho thấy Thụy Sĩ, Áo và Thụy Điển là ba quốc gia được xếp hạng cao nhất, và Kazakhstan, Yemen và Turkmenistan có xếp hạng thấp nhất. Tuy nhiên, đáng ngạc nhiên Mỹ xếp hạng trong 15 quốc gia có điểm GEI thấp nhất trong tổng số mẫu nghiên cứu gồm 193 quốc gia. Bên cạnh đó, cũng cần nhấn mạnh rằng, tương tự như hầu hết các nghiên cứu khác, yếu tố quản trị quốc gia là một yếu tố then chốt tác động tới nhóm chỉ số này.

Tuy nhiên, khi đi sâu hơn về tài chính xanh, một nội dung của kinh tế xanh, số lượng bài nghiên cứu xây dựng chỉ số tài chính xanh còn hạn chế. Shah (2016) đã phát triển chỉ số thân thiện với tài chính dựa trên phân tích nhân tố và trọng số phi tuyến để so sánh mức độ chia sẻ rủi ro tài chính và hỗ trợ giữa các quốc gia. Zhang và cộng sự (2018) đã hình thành chỉ số phát triển tài chính thông qua phân tích kinh tế lượng, và chỉ ra rằng trong ngắn hạn, chỉ số phát triển tài chính và giá năng lượng của Pakistan có liên quan đáng kể đến tiêu thụ năng lượng. Zhong và cộng sự (2018) chia hệ thống chỉ số phát triển tài chính xanh thành hai loại: Chỉ số hoạt động thị trường tài chính xanh và chỉ số môi trường sinh thái tài chính xanh, từ đó xây dựng chỉ số phát triển tài chính xanh. Nhóm nghiên cứu của chi nhánh trung ương Wuxi của Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (2019) đã đánh giá tính bền vững của phát triển tài chính xanh từ ba khía cạnh tài chính xanh, đầu tư xanh và xã hội xanh, đồng thời đo lường và đánh giá mức độ toàn diện của phát triển bền vững xanh tài chính ở Trung Quốc bằng cách xây dựng một hệ thống đánh giá

toàn diện về phát triển bền vững của vật liệu xanh. Wang (2021)<sup>5</sup> đã xây dựng chỉ số tài chính xanh dựa trên việc đánh giá các dự án tại Trung Quốc, gồm có: (1) Dự án phát triển nông nghiệp xanh, (2) Dự án phát triển lâm nghiệp xanh, (3) Công trình công nghiệp tiết kiệm năng lượng, tiết kiệm nước bảo vệ môi trường, (5) Bảo vệ thiên nhiên, phục hồi hệ sinh thái và phòng chống thiên tai, (6) Dự án tái chế tài nguyên, (7) Dự án năng lượng tái tạo và năng lượng sạch, (8) Dự án tiết kiệm nước nông thôn và đô thị, (9) Xây dựng các dự án tiết kiệm năng lượng và công trình xanh, (10) Dự án giao thông xanh, (11) Dự án dịch vụ tiết kiệm năng lượng và bảo vệ môi trường, (12) Dự án nước ngoài áp dụng các thông lệ quốc tế hoặc tiêu chuẩn quốc tế, (13) Tiết kiệm năng lượng và bảo vệ môi trường, (14) Năng lượng mới và các phương tiện sử dụng năng lượng mới.

Như vậy, có thể thấy, tuy rằng mỗi quốc gia có một đặc thù riêng, do đó, sẽ ảnh hưởng tới việc xây dựng bộ chỉ số khác nhau, nhưng cần nhấn mạnh rằng, một số chỉ số chung như quản trị quốc gia, khối lượng tiêu thụ nước/khí thải...v.v. sẽ được sử dụng như công cụ để đánh giá mức độ tiếp cận tới tài chính xanh cũng như kinh tế xanh.

### **3.2. Kinh nghiệm xây dựng bộ chỉ số Tài chính xanh trên thế giới**

Mức độ phát triển của hệ thống tài chính xanh thường được các quốc gia đánh giá sử dụng bốn phương pháp chính dựa trên cơ sở: (i) Tham gia hệ thống Tài chính khí hậu toàn cầu; (ii) Các hoạt động tài chính vì khí hậu cụ thể ở các tổ chức tín dụng; (iii) Các bộ chỉ số cho công cụ tài chính xanh; (iv) Bộ chỉ số cho hệ thống tài chính xanh.

Nhiều quốc gia và vùng lãnh thổ trên thế giới đã và đang tham gia rất tích cực vào các hiệp hội, mạng lưới phát triển kinh tế xanh để chia sẻ kinh nghiệm, vốn đầu tư cũng như hợp tác phát triển các dự án mang quy mô toàn cầu như Hiệp hội tài chính phát triển quốc tế (International Development Bank Club - IDFC), Mạng lưới của Nhà kinh tế trưởng (Chief Economist)... Bên cạnh đó bản thân các quốc gia cũng tự phát triển các công cụ và bộ chỉ số tài chính xanh qua đó hỗ trợ cho các doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn xanh, đồng thời, trợ giúp cho các tổ chức trung gian tài chính xanh xác định được chính xác hơn các dự án đầu tư xanh.

Ngay từ năm 2015, nhóm các Ngân hàng Phát triển Đa phương (Multilateral Development Banks, gọi tắt là MDB) đã thành lập một báo cáo chung về tài chính khí hậu (climate finance). Nhóm IDFC (2011) gồm 26 Tổ chức Tài chính Phát triển (development finance institution) hàng đầu tầm quốc gia, khu vực và quốc tế từ khắp nơi

---

<sup>5</sup> Wang, X., Zhao, H. & Bi, K. The measurement of green finance index and the development forecast of green finance in China. *Environ Ecol Stat* (2021). <https://doi.org/10.1007/s10651-021-00483-7>

trên thế giới, 19 trong số đó đến từ các nước và khu vực đang phát triển - đã liên tục hỗ trợ các nỗ lực của cộng đồng quốc tế để theo dõi và công bố các cam kết hỗ trợ tài chính giảm thiểu và thích ứng với thay đổi khí hậu toàn cầu. Cả hai nhóm MDBs và IDFC đã công bố độc lập số liệu tài chính khí hậu trong các năm qua cho tới khi họ muốn hợp tác cách thức thực hiện và công bố kết quả trên cùng một báo cáo từ năm 2015 cho tới nay.

Hàng năm, Báo cáo về hoạt động tài chính vì khí hậu ở các tổ chức tín dụng được chuẩn bị bởi Nhóm Ngân hàng Thế giới (World Bank Group - WBG) và Cơ quan Phát triển Pháp (Agence Française de Développement - AFD). Mục tiêu của báo cáo này là minh họa một số trong nhiều cách mà các tổ chức tài chính hiện đang sử dụng để tích hợp các cân nhắc về biến đổi khí hậu vào hoạt động cho vay và dịch vụ tư vấn của họ. Các tổ chức tài chính này được gọi là các ngân hàng hỗ trợ (Supporting Banks) - đã công khai xác nhận hỗ trợ của họ cho năm nguyên tắc tự nguyện cho việc hành động vì biến đổi khí hậu trong các tổ chức tài chính, và quan tâm đến việc tham gia (trên cơ sở tự nguyện) trong chia sẻ kiến thức liên tục và phát triển mới nổi phương pháp hoạt động và thực hành các nguyên tắc.

Trên thế giới đã có một số bộ chỉ số được sử dụng cho hệ thống kinh tế xanh như: (i) Bộ chỉ số Tài chính xanh toàn cầu (Global Green Finance Index – GGFI) đã được Z/Yen cùng phát triển, như một phần của Sáng kiến Tài chính dài hạn (Long Finance Initiative) và Tổ chức Phi chính phủ Finance Watch, (ii) Bộ chỉ số Kinh tế xanh toàn cầu (Global Green Economy Index – GGEI) là chỉ số nền kinh tế xanh đầu tiên được đưa ra vào năm 2010 và đồng thời là sản phẩm được tham chiếu rộng rãi nhất trên toàn thế giới ngày nay. GGEI được các nhà hoạch định chính sách, tổ chức quốc tế, xã hội dân sự và khu vực tư nhân sử dụng rộng rãi. GGEI đo lường hoạt động kinh tế xanh của 130 quốc gia và cách các chuyên gia đánh giá hoạt động đó. Chỉ số hiệu suất GGEI sử dụng các chỉ số định lượng và định tính để đo lường mức độ hoạt động của mỗi quốc gia trên bốn khía cạnh chính: lãnh đạo và biến đổi khí hậu, các lĩnh vực hiệu quả, thị trường và đầu tư, cuối cùng là môi trường, (iii) Bộ chỉ số Đo lường tiến độ hướng tới nền kinh tế xanh (Measuring Progress towards a Green Economy) bởi UNEP, (iv) Bộ chỉ số Đánh giá xanh (Green Evaluations) của S&P Global.

#### **4. Xây dựng Bộ chỉ số Tài chính xanh (Green Finance Indicator – GFI) cho Việt Nam**

Chỉ số tài chính xanh (Green Finance Index – GFI) là chỉ số đánh giá mức độ phát triển tài chính xanh, được nghiên cứu đề xuất trên cơ sở nghiên cứu kinh nghiệm quốc tế và kết quả điều tra khảo sát, phỏng vấn sâu với các chuyên gia trong lĩnh vực tài chính ngân

hàng ở Việt Nam. Chỉ số tài chính xanh (GFI) được chia thành 2 cấu phần: Ngân hàng xanh (GBI); Chứng khoán xanh (GSI).

### TÓM TẮT CÔNG THỨC CỦA BỘ CHỈ SỐ

#### **Chỉ số tài chính xanh (Green Finance Index - GFI)**

$$\mathbf{GFI = \alpha_1 * GBI + \alpha_2 * GSI}$$

*( $\alpha_i$  là trọng số thể hiện vai trò và mức độ ảnh hưởng của từng khu vực đến tăng trưởng xanh của nền kinh tế. Trọng số  $\alpha_i$  có thể là quy mô của khu vực đó so với GDP hoặc có thể là trọng số đánh giá dựa trên ý kiến chuyên gia về mức độ ảnh hưởng của khu vực ngân hàng và chứng khoán đến tăng trưởng xanh của nền kinh tế)*

#### **Chỉ số ngân hàng xanh (Green Banking Index – GBI)**

$$\mathbf{GBI^{VN} = \sum_{i=1}^n \beta_i * GBI^i}$$

*Trong đó:*

*$i$  là một ngân hàng thương mại Việt Nam cụ thể*

*$\beta_i$  là trọng số phản ánh mức độ ảnh hưởng của ngân hàng  $i$*

*$n$  là số lượng ngân hàng thương mại Việt Nam trong hệ thống ngân hàng.*

#### **Chỉ số chứng khoán xanh**

#### **(Green Securities Index – GSI)**

$$\mathbf{GSI = \sigma_1 \text{ GREEN VNINDEX} + \sigma_2 \text{ GREEN VNBOND INDEX}}$$

*Trong đó:*

*$\sigma_2$  trọng số theo mức vốn hóa thị trường*

*GREEN VNINDEX =  $\frac{\text{Tổng giá trị thị trường của nhóm cổ phiếu xanh}}{\text{Số chia}}$*

*GREEN VNBOND INDEX =  $\frac{\text{Tổng giá trị thị trường của nhóm trái phiếu xanh}}{\text{Số chia}}$*

*Số chia =  $\frac{\text{Giá trị thị trường sau khi điều chỉnh}}{\text{Giá trị thị trường trước khi điều chỉnh}} * \text{Số chia trước khi điều chỉnh}$*



Nghiên cứu đo lường các chỉ số thành phần của GFI được phân tích cụ thể dưới đây:

- Chỉ số ngân hàng xanh (Green Banking Index - GBI)

Chỉ số ngân hàng xanh (*Green Banking Index - GBI*) được hiểu là việc đánh giá mức độ đáp ứng của từng ngân hàng thương mại nói riêng và hệ thống ngân hàng thương mại nói chung của Việt Nam theo các thang điểm từ 1 đến 5, tương ứng với các cấp độ của Kaeufer (2010). Việc đo lường chỉ số ngân hàng xanh GBI được đề xuất dựa trên kết quả nghiên cứu của Trần Thị Thanh Tú và cộng sự (2019).

- Chỉ số chứng khoán xanh (Green Securities Index – GSI)

Chỉ số chứng khoán xanh (*Green Securities Index – GSI*) được đề xuất xây dựng cho Việt Nam được hiểu là chỉ số cổ phiếu xanh và chỉ số trái phiếu xanh. Đề xuất xây dựng chỉ số chứng khoán xanh được thực hiện trên cơ sở nghiên cứu các kinh nghiệm quốc tế về xây dựng chỉ số cổ phiếu xanh và trái phiếu xanh của các nước có thị trường chứng khoán phát triển.

## **5. Khuyến nghị và một số hướng đi để phát triển hệ thống tài chính xanh ở Việt Nam**

### **5.1. Khuyến nghị định vị hệ thống tài chính xanh ở Việt Nam**

Trong phần này, nhóm nghiên cứu tập trung vào việc đề xuất lộ trình cụ thể phát triển tài chính xanh đến năm 2050 và định vị hệ thống tài chính xanh ở Việt Nam. Đề xuất về lộ trình phát triển tài chính xanh được chia làm ba giai đoạn:

- Giai đoạn 1 (Lộ trình đến năm 2025): Thành lập thí điểm mô hình ngân hàng xanh, quỹ đầu tư xanh, doanh nghiệp đầu tư xanh.
- Giai đoạn 2 (Lộ trình đến năm 2040): Áp dụng toàn diện hệ thống chỉ số đánh giá mức độ xanh hóa của hệ thống tài chính GFI.

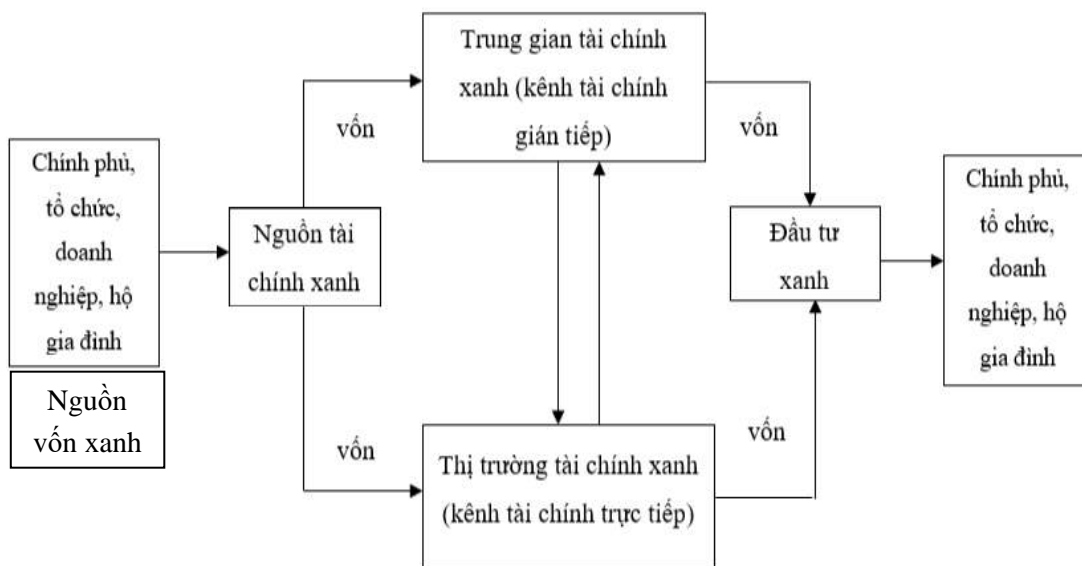
Trong đó:

Bước đầu, triển khai áp dụng riêng lẻ từng bộ chỉ số thành phần, bắt đầu bằng Bộ chỉ số đánh giá Mức độ phát triển của ngân hàng xanh – Green Banking Sub-Index (GBI), sau đó đến Bộ chỉ số Đầu tư xanh – Green Investment Sub-Index (GII), Bộ chỉ số Chứng khoán xanh – Green Stock Sub-Index (GSI), và cuối cùng là tới Bộ chỉ số Phát triển bền vững doanh nghiệp – Sustainability Sub-Index (SSI).

Sau khi đã lần lượt đưa từng bộ chỉ số thành phần vào áp dụng, Bộ chỉ số tổng hợp Tài chính xanh – Green Finance Indicator (GFI) sẽ được triển khai áp dụng.

- Giai đoạn 3 (Lộ trình đến năm 2050): Việt Nam tiến tới vận hành toàn diện Hệ thống tài chính xanh với 4 trụ cột chính: Trung gian tài chính xanh, Các công cụ huy động vốn xanh, Các doanh nghiệp đầu tư xanh và Thị trường tài chính xanh.

**Hình 1: Mô hình cấu trúc hệ thống tài chính xanh**



*Nguồn: Đề tài nghiên cứu “Phát triển hệ thống tài chính xanh nhằm thúc đẩy kinh tế xanh ở Việt Nam”, thuộc Chương trình KH&CN trọng điểm cấp quốc gia giai đoạn 2016-2020.*

Các khuyến nghị đưa ra dựa trên lộ trình đã đề xuất, tập trung vào: (i) Điều kiện thực hiện giải pháp bao gồm nhóm các điều kiện về khung pháp lý, quản lý và giám sát thị trường; (ii) Các đề xuất khuyến nghị cụ thể đối với từng thành phần tham gia vào thị trường tài chính xanh gồm Chính phủ, NHNN, NHTM, trung gian tài chính phi ngân hàng, doanh nghiệp và người tiêu dùng.

## 5.2. Đề xuất mô hình đo lường mức độ tác động của hệ thống tài chính xanh đến nền kinh tế

Trên thế giới đã có một số nghiên cứu sử dụng các bộ chỉ số để đo lường mức độ hiệu quả của tài chính xanh đối với các doanh nghiệp nói riêng và nền kinh tế nói chung. Theo đó, các mô hình để đo lường rất đa dạng nhưng phổ biến nhất là sử dụng phương pháp bao dữ liệu (Data Envelopment Analysis- DEA) và phương pháp phân tích theo thứ bậc (Analytic Hierarchy Process- AHP). Phương pháp DEA và AHP đều có ưu điểm là dễ sử dụng và có tính hiệu quả cao trong việc đánh giá, tính điểm và xếp hạng. Nghiên cứu của Muhammad và cộng sự (2020) cũng đã sử dụng phương pháp DEA để đo lường chỉ số

tài chính carbon thấp (low carbon finance index). Kết quả nghiên cứu đã xây dựng được bộ chỉ số và xếp hạng chỉ số này theo thứ tự của các quốc gia trên thế giới. Đặc biệt, phương pháp AHP được sử dụng rộng rãi trong cách tính, đo lường trong các dự án hướng tới mục tiêu bền vững (Nguyễn Hồng Trường, 2020).

Dựa trên cơ sở các nghiên cứu trước đó, nhóm nghiên cứu đề xuất sử dụng phương pháp AHP để đánh giá hiệu quả của tài chính xanh đối với các doanh nghiệp, sau đó mở rộng mô hình đánh giá này trở thành đánh giá cấp độ vĩ mô. Tham khảo nghiên cứu của Wang (2021)<sup>6</sup> đã xây dựng chỉ số tài chính xanh dựa trên các việc đánh giá các dự án tại Trung Quốc, nhóm nghiên cứu đề xuất mô hình sử dụng các nhóm biến áp dụng ở Việt Nam gồm: (i) Nhóm số liệu về phát triển nông nghiệp/lâm nghiệp xanh, (ii) Nhóm số liệu về tín dụng xanh, (iii) Nhóm số liệu về sử dụng năng lượng tái tạo và năng lượng sạch, (iv) Nhóm số liệu về tiết kiệm năng lượng và bảo vệ môi trường, (v) Nhóm chỉ số về ưu đãi/hỗ trợ của chính phủ đối với các hoạt động hướng tới tài chính xanh.

Trong các nghiên cứu tiếp theo, nhóm nghiên cứu sẽ phát triển mô hình đánh giá tác động của hệ thống tài chính xanh, thông qua bộ chỉ số hệ thống tài chính xanh GFI, tính thử GFI của hệ thống tài chính Việt Nam, từ đó đo lường tác động của hệ thống tài chính xanh đến nền kinh tế. Do điều kiện nghiên cứu hạn chế, nghiên cứu này sẽ mang tính mở đường cho nghiên cứu tiếp theo của nhóm trong tương lai gần.

### **Tài liệu tham khảo**

- Adelphi (2016), *Green Finance in Asia: Five new country studies show opportunities for small businesses*, truy cập ngày 6/11/2017 từ <https://www.adelphi.de/en/news/green-finance-asia-five-new-country-studies-show-opportunities-small-businesses>
- ALCB Fund (2017), *Undersanding the African Green Bond Market*, truy cập ngày 6/11/2017 từ <http://www.alcbfund.com/wp-content/uploads/2017/05/African-Green-Bond-Market.pdf>.
- Bihari, S (2011), *Green banking-towards socially responsible banking in India*, International Journal of Business Insights and Transformation, 4(1), trang 84-87.
- Böhnke Eidt, Knierim Richert, Röber Volz (2014), *How to Make Green Finance Work - Empirical Evidence from Bank and Company Surveys*, German Development Institute (DIE).
- Vietnam State Bank (2015), *Decision No. 1552 / QĐ-NHNN on issuing Action Plan of the banking sector to implement the National Strategy on Green Growth*.

---

<sup>6</sup> Wang, X., Zhao, H. & Bi, K. The measurement of green finance index and the development forecast of green finance in China. *Environ Ecol Stat* (2021). <https://doi.org/10.1007/s10651-021-00483-7>

- Danlu, B., & Lingyu, D. (2018). Officials transfer and local government functions transformation: taking the local government's investment attracting behaviors as an example. *Journal of Finance and Economics*, 44(09), 137-152.
- Duan Jin và Niu Mengqi (2011), *The paradox of green credit in China*, Science Direct, 5, trang 1979-1986.
- Elena Dova and Oriana Negulescu (2014), *A model of green investments approach*, Science Direct, Procedia Economics and Finance, 14, trang 847-852.
- IFC (2013), *Mobilizing Public and Private Funds for Inclusive Green Growth Investment in Developing Countries - An Expanded Stocktaking Report Prepared for the G20 Development Working Group*, IFC Climate Business Department.
- IFC (2015), *Green Finance: A bottom-up approach to track existing flows*, IFC Climate Business Department.
- Höhne, Khosla, Fekete, Gilbert (2012), *Mapping of Green Finance*, Delivered by IDFC Members, Ecofys.
- Ministry of Finance (2015), *Circular No. 155/2015 / TT-BTC of the Ministry of Finance dated 10/06/2015 on issuing information public on Vietnamses Stock Market*.
- Nguyễn Phú Hà (2015), *Mô hình ngân hàng xanh: kinh nghiệm quốc tế và bài học rút ra cho Việt Nam*, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp cơ sở 14-07-2015, Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội.
- Nguyễn Thị Hồng (2017), *Chiến lược phát triển hệ thống tài chính xanh của Trung Quốc*, truy cập ngày 20/5/2017 từ <http://ncif.gov.vn/Pages/NewsDetail.aspx?newid=19481>.
- Nguyen Thi Minh Hue and Tran Thi Thanh Tu (2016), *roles and products of the bank towards green development & green investment (green bank)*, GDP RTE Project.
- OECD (2012), *Defining and measuring green investments: Implication for institutional investors' asset allocations*, Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, 24.
- OECD (2014), *African Economic Outlook South Africa*, OECD Publishing. Truy cập 5/11/2017 từ [http://www.africaneconomicoutlook.org/fileadmin/uploads/aeo/2014/PDF/Pocket\\_Edition\\_AEO2014-EN\\_mail.pdf](http://www.africaneconomicoutlook.org/fileadmin/uploads/aeo/2014/PDF/Pocket_Edition_AEO2014-EN_mail.pdf)
- Phakathi, B. (2017), *The bond of up to R1bn will be certified by Climate Bonds Standard and will be used to fund projects aligned to the city's climate change strategy*, truy cập ngày 6/11/2017 từ <https://www.businesslive.co.za/bd/national/2017-03-22-cape-town-issues-green-bond/>
- Puhakka, R., Pitkänen, K., & Siikamäki, P. (2017). The health and well-being impacts of protected areas in Finland. *Journal of Sustainable Tourism*, 25(12), 1830-1847.
- Shah, K. U., Arjoon, S., & Rambocas, M. (2016). Aligning corporate social responsibility with green economy development pathways in developing countries. *Sustainable Development*, 24(4), 237-253.

- Stadium, M. (2014), *Review of green economy and climate finance: Overview of South Africa's Key National Initiatives*, National Treasury.
- The State Bank of Vietnam (2015), *Decision No. 155/2015/ QĐ-NHNN promulgating the banking sector action plan to implement the national strategy on the green growth to 2020*.
- Trần Thị Thanh Tú & cộng sự (2017), *Tài chính – Ngân hàng – Kế toán xanh, kinh nghiệm quốc tế và hàm ý cho Việt Nam*, Nhà xuất bản KH & KT.
- Trần Thị Thanh Tú, Nguyễn Thị Nhung, (2019), *Đầu tư xanh - cơ hội và thách thức*, Kỷ yếu Hội thảo quốc gia, 6/2019 “Phát triển hệ thống tài chính xanh nhằm thúc đẩy kinh tế xanh - Kinh nghiệm quốc tế và hàm ý cho Việt Nam”.
- Trịnh Thị Phan Lan. (2019). *Đầu tư xanh - kinh nghiệm quốc tế và hàm ý cho Việt Nam*, Kỷ yếu Hội thảo quốc gia, 6/2019 “Phát triển hệ thống tài chính xanh nhằm thúc đẩy kinh tế xanh - Kinh nghiệm quốc tế và hàm ý cho Việt Nam”.
- Zhang, L., Guo, S., Wu, Z., Alsaedi, A., & Hayat, T. (2018). SWOT analysis for the promotion of energy efficiency in rural buildings: A case study of China. *Energies*, 11(4), 851.
- Zhong, J., Wang, M., Drakeford, B., & Li, T. (2019). Spillover effects between oil and natural gas prices: Evidence from emerging and developed markets. *Green Finance*, 1(1), 30-45.
- Ullah M.M (2013), *Green Banking in Bangladesh- A Comparative Analysis*, World Review of Business Research 3(4), trang. 74 – 83.
- UNEP (2013), *Green Economy Modelling Report of South Africa – Focus on Natural Resource Management, Agriculture, Transport and Energy Sectors*, Geneva, Switzerland: UNEP.

# 45.

## ĐẦU TƯ VỐN VÀ TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ: TIẾP CẬN TỪ GÓC NHÌN BLOCKCHAIN NHƯ CÔNG NGHỆ THỂ CHẾ VÀ NIỀM TIN

Dương Kha\*

Trần Hoài Nam\*

### Tóm tắt

Bài viết này hệ thống những quan điểm kinh tế và tài chính kết nối với công nghệ blockchain. Trọng tâm của bài viết là phân tích vai trò của blockchain như một công nghệ số cái phân phối phi tập trung giúp giải quyết nhiều vấn đề trong hệ thống kinh tế tài chính toàn cầu, đặc biệt là phương diện đầu tư vốn như một động lực tăng trưởng kinh tế. Tiếp cận theo quan điểm kinh tế học Áo, một số phân tích nhấn mạnh vào cơ chế blockchain như một hướng mới để hiểu về các khái niệm tiền tệ, vốn đầu tư và sáng nghiệp. Blockchain cũng được đánh giá như thể chế có tính quản trị và là giải pháp công nghệ hóa niềm tin. Phương diện này cung cấp nhiều hàm ý thú vị về chính sách tiền tệ và thể chế kinh tế quốc gia.

**Từ khóa:** Blockchain, số cái phân phối phi tập trung, công nghệ thể chế, công nghệ niềm tin, đầu tư vốn, tăng trưởng kinh tế.

### 1. Giới thiệu

Giống như sự đồng thuận của các trường phái kinh tế cho rằng đầu tư là thành phần không thể thiếu trong các mô hình tổng cầu nền kinh tế, các mô hình lý thuyết về đầu tư – dù theo cấp độ nền kinh tế hay cấp độ công ty và trải dài theo dòng lịch sử tư tưởng của các lý thuyết gia như Adam Smith, Karl Marx, John Maynard Keynes, Michal Kalecki, James Tobin, Dale Jorgenson – cũng đồng thuận về vai trò của nhân tố vốn trong hàm đầu tư (Richardson & Romilly, 2008). Nhiều trường phái lý thuyết kinh tế giải thích mối quan hệ vĩ mô giữa đầu tư vốn và tăng trưởng nền kinh tế dựa vào nền tảng vi mô. Nói cách khác, tăng trưởng kinh tế phải dựa vào động lực tích lũy vốn của các đơn vị cơ sở là các thể nhân kinh tế như doanh nghiệp và/hoặc yếu tố con người.

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [namth@ueh.edu.vn](mailto:namth@ueh.edu.vn)

Chẳng hạn, lý thuyết tăng trưởng nội sinh (Romer, 1990) nhấn mạnh vào đầu tư thay đổi công nghệ, bao gồm đầu tư vào vốn con người và kiến thức mới. Vai trò của công nghệ mới rõ ràng được nhận thức từ rất sớm trong các tư tưởng kinh tế. Ngoài việc được xem xét như yếu tố nội sinh hay ngoại sinh trong các mô hình tăng trưởng tân cổ điển<sup>2</sup>, lý thuyết sáng nghiệp (entrepreneurship) kiểu Schumpeter hay kiểu Kirzner cũng liên quan đến đổi mới đột phá hoặc khám phá cơ hội.<sup>3</sup> Đặc biệt, quan điểm Schumpeter nhấn mạnh vai trò của phá hủy sáng tạo (creative destruction), tức sự ra đời của sản phẩm mới là hệ quả đào thải đối với sự lỗi thời hoặc thất bại của sản phẩm cũ.<sup>4</sup>

Sự ra đời của Bitcoin có lẽ dựa trên bối cảnh phá hủy sáng tạo kiểu Schumpeter. Niềm tin vào hệ thống tài chính đã đổ vỡ trên bình diện quốc tế kể từ cuộc Khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008. *Sách trắng* (white paper) của Bitcoin được công bố bởi Nakamoto (2008), là minh chứng rõ ràng về sự nhu cầu bức thiết về một nhân tố thay đổi cuộc chơi. Nền tảng blockchain đằng sau Bitcoin là nhân tố như vậy, vì một phần trong khả năng của nó, nhằm giúp phá bỏ vai trò trung gian (bên thứ ba) trong hệ thống giao dịch/thanh toán – khởi nguồn của nhiều bê bối trong các hệ thống tài chính ngân hàng. Thí dụ, trước khi Bitcoin ra đời, các trung tâm thanh toán bù trừ có chức năng kiểm tra chéo nhằm tránh việc sao chép hoặc chi tiêu kép đối với một đồng tiền. Bitcoin đã giải quyết vấn đề này bằng cách cho phép người dùng có quyền tự quản đồng tiền và giao dịch chúng không phải trao quyền kiểm soát cho bên thứ ba. Như vậy, lần đầu tiên trong lịch sử, giá trị có thể được chuyển giao một cách tin cậy giữa hai bên vốn không tin tưởng nhau và tách biệt nhau không cần thông qua trung gian (Catalini & Gans, 2016).

Thời khắc Bitcoin cũng đã kéo theo sự thay đổi, hoặc chí ít định hình lại nhiều khái niệm kinh tế học, điển hình là khái niệm tiền tệ, vốn và đầu tư. Một số trường phái kinh tế đôi khi nằm ở vùng rìa lý thuyết thịnh hành đã trở nên thịnh hành hơn, chính vì sự liên quan đến phát kiến cách mạng về blockchain này. ECB (2012) cho rằng nguồn gốc lý thuyết của Bitcoin là nằm ở kinh tế học Áo. Lý thuyết kinh tế Áo về chu kỳ kinh doanh của Hayek trong thập niên 1920 hàm ý rằng chính sách tiền tệ nhân tạo (do cơ quan chính quyền điều hành chính sách tiền tệ) tất yếu dẫn đến mất cân đối cung cầu tiền và dẫn đến khủng hoảng (Oppers, 2002). Theo đó, giải pháp nên đến một cách tự nhiên từ sự cạnh tranh về điều tiết cung tiền trong nền kinh tế - điều dẫn đến loại bỏ sự độc quyền của chính phủ về áp dụng công cụ tiền tệ. Theo Allen & cộng sự (2020), khuynh hướng ICO

<sup>2</sup> Trong mô hình tăng trưởng ngoại sinh, đó là tiến trình kỹ thuật không được giải thích; còn trong mô hình tăng trưởng nội sinh, đó là tiến trình công nghệ được ký hiệu là A như trong mô hình AK.

<sup>3</sup> Allen & cộng sự (2020) cho rằng sáng nghiệp kiểu Schumpeter là làn sóng thứ nhất khi tài trợ công chúng (mở rộng cung tiền) chiếm ưu thế, trong khi sáng nghiệp kiểu Kirzner là làn sóng thứ hai khi đầu tư vốn mạo hiểm chiếm ưu thế.

<sup>4</sup> Ý tưởng về phá hủy sáng tạo có nguồn gốc từ tư tưởng Karl Marx.

(phát hành đồng tiền ban đầu) là bước tiến hóa xa hơn về tài chính phân phối tư nhân và giảm tính quốc gia hóa tiền tệ.

Bài báo này hệ thống tiến trình thay đổi quan điểm đầu tư vốn với sự ra đời của (các) công nghệ blockchain. Phát kiến blockchain cũng đã làm lung lay nhiều tư tưởng kinh tế học truyền thống. Trường phái kinh tế học Áo có lẽ là cơ sở lý thuyết khăng khít nhất đối với cơ chế blockchain, mặc cho những hoài nghi từ chính trường phái này về tương lai của blockchain. Trọng tâm của bài sẽ nằm ở vai trò của blockchain trong việc tái định hình khái niệm tiền tệ, vốn đầu tư và đầu tư trong nền kinh tế. Sự phân tích cũng nằm trong khuôn khổ cho rằng blockchain là công nghệ mang tính thể chế và nhằm thiết lập niềm tin (Davidson & cộng sự, 2018; Berg & cộng sự, 2020).

## **2. Lý thuyết kinh tế về tiền tệ, vốn và đầu tư**

Phần này tập trung vào quan điểm kinh tế học Áo về khái niệm tiền tệ, vốn và đầu tư. Trường phái kinh tế Áo tập trung lý giải các động lực cho kết quả kinh tế từ góc nhìn lựa chọn mang tính chủ quan cá nhân trong các thị trường. Tư tưởng này đấu tranh chống lại những tư tưởng kinh tế chính thống, như của trường phái Keynes về chu kỳ kinh tế và phân tích kinh tế tập trung của Lange-Lerner. Khác với trọng tâm phân tích vĩ mô của các tư tưởng đó, trọng tâm lý thuyết của kinh tế học Áo là hợp tác phi tập trung trong cấu trúc hệ thống thị trường và phân tích sâu tiến trình vi mô của thị trường. Do đó, theo Allen & cộng sự (2020), lý thuyết kinh tế học Áo bị phân mảnh vào nhiều khía cạnh vi mô của lý thuyết tổ chức, kinh tế học thể chế và kinh tế học chính trị.

Cách hiểu về nguồn gốc của tiền và vai trò của nó trong nền kinh tế sẽ quyết định trường phái nào phân tích kinh tế học sẽ đi theo. Menger (1892) đặt nền tảng cho quan điểm trường phái Áo trong phương diện này. Tư tưởng của nhà sáng lập trường phái Áo có thể tóm tắt trong trích dẫn nổi tiếng: “Tiền không phải là phát minh của nhà nước. Nó không phải là sản phẩm của hành động lập pháp. Thậm chí sự phê chuẩn của cơ quan chính trị không nhất thiết cần cho sự tồn tại của nó. Một số loại hàng hóa trở thành tiền một cách khá tự nhiên, là kết quả từ các mối quan hệ kinh tế độc lập với quyền lực nhà nước”. Tư tưởng này rõ ràng trái ngược với những phân tích kinh tế truyền thống giữ vai trò nhà nước như là lý do chính cho sự tồn tại của một đồng tiền.

Thực tế tiền tệ được quốc gia hóa từ chính các thị trường hàng hóa và dịch vụ. Với điểm nhìn tiền không phải do chính phủ tạo ra, Menger (1892) lý giải sự ra đời của tiền giống như sự tiến hóa dần dần: tiền có thể là thứ gì đó ở nơi nào đó, nhưng cùng lúc đó thứ đó không phải là tiền ở nơi khác, sự chấp nhận của nó như là tiền không diễn ra tức thời với cùng một cách với tất cả mọi người. Cùng với William Jevons và Leon Walras, Carl Menger là đồng sáng lập tiếp cận hữu dụng biên trong việc lý giải hành vi tiêu dùng



kinh tế. Tuy nhiên, tiếp cận kiểu Áo của Menger không tin vào khái niệm đơn vị hữu dụng của hai học giả trước, mà cho rằng hàng hóa có giá trị bởi chúng có nhiều mục đích sử dụng với tầm quan trọng khác nhau. Quan điểm này giúp Menger lý giải nghịch lý “kim cương và nước”, mà trước đó Adam Smith, David Ricardo hay Carl Max giải thích bằng lý thuyết giá trị sức lao động. Bác bỏ quan điểm cho rằng lượng lao động tạo ra giá trị sản phẩm, Menger chỉ ra rằng giá trị hàng hóa nằm ở khả năng của nó để làm hài lòng nhu cầu của người tiêu dùng. Quan điểm này liên quan đến lý thuyết cầu chi phối (derived demand) và đưa đến một trong những tư tưởng quan trọng của kinh tế học: ‘trong một giao dịch, hai bên đều có lợi’. Tức, con người dùng thứ có ít giá trị với họ để đổi lấy thứ cho nhiều giá trị với họ; và vì cả hai bên giao dịch đều làm việc này nên cả hai đều có lợi. Quan điểm này cũng giúp Menger giải thích cách thức phát triển của tiền kinh tế học hiện đại ngày nay vẫn chấp nhận: con người hiếm khi đạt được mình mong muốn thông qua một hoặc hai giao dịch; thay vào đó họ thường dùng một hàng hóa để đổi lấy một hàng hóa được chấp nhận rộng rãi, sau đó dùng hàng hóa này để mua lấy hàng hóa mong muốn – hàng hóa được chấp nhận rộng rãi đó cuối cùng trở thành tiền.

Böhm-Bawerk (1889) cũng đóng góp chỉ trích của trường phái Áo đối với lý thuyết sức lao động, khi cho rằng toàn bộ giá trị của một sản phẩm không được tạo ra bởi người lao động, và người lao động chỉ có thể được trả bằng giá trị hiện giá của bất cứ kết quả đầu ra nào nhìn thấy trước được. Lý thuyết đường vòng (roundaboutness) của Böhm-Bawerk chỉ ra rằng lý thuyết giá trị sức lao động bỏ qua chiều thời gian sản xuất, và cho rằng sự tái phân phối lợi nhuận sẽ làm suy yếu tầm quan trọng của lãi suất như là công cụ quan trọng của chính sách tiền tệ.

Là thế hệ tư tưởng Áo tiên phong tiếp theo, Ludwig Mises và Friedrich Hayek lấy quan điểm của Menger làm điểm nhìn bắt đầu. Mises (1912) nhấn mạnh tầm quan trọng của tiền đảm bảo bởi cơ sở giá trị và tính tiền đề của tự do kinh tế trước tự do chính trị. Mises (1912) đào sâu và mở rộng góc nhìn của Menger về tiền tệ với hai đóng góp thêm về lý thuyết tiền tệ. Đầu tiên, sự tồn tại của NHTW là không cần thiết và có thể gây hại cho tính bền vững (soundness) của tiền. Thứ hai, cơ sở cho sự bền vững của tiền là tính tự do của chính nó. Giống Mises, Hayek cũng cảnh báo về vai trò không cần thiết của NHTW khi chứng minh rằng chính sách tín dụng nói lỏng sẽ dẫn đến lạm phát và các chu kỳ kinh doanh cũng như thúc đẩy sự lớn mạnh của chính phủ. Hayek (1935) cho rằng một sự bùng nổ nhân tạo có thể xảy ra do sự đầu tư chệch hướng (malinvestment), điều xảy ra khi sự phân bổ đầu tư vốn dự kiến qua thời gian vào một cấu trúc vốn không thuần nhất không phù hợp với sự ưa thích tiêu dùng sau đó đối với hàng hóa tiêu dùng cuối cùng. Mises (1912) và Hayek (1935) cũng nhấn mạnh đến vai trò của thị trường vốn so với thị trường lao động. Hayek (1976) đi đến một giải pháp về giảm tính quốc gia hóa

của tiền, khuyến khích một hệ thống tiền được tư nhân tạo ra dựa trên công nghệ và được phép cạnh tranh với tiền chính phủ để vị thế chủ đạo.

Kirzner (1973), trong điểm đặt của trường phái kinh tế Áo, tập trung về phương diện sáng nghiệp, tức sự năng động sáng tạo ra một thứ mới chưa từng biết trước đó. Kirzner (1973) chỉ trích lý thuyết tân cổ điển về tính cạnh tranh hoàn hảo khi bỏ qua vai trò quan trọng của các nhà doanh nghiệp. Nghiên cứu Kirzner (1973) đã đưa hành vi sáng nghiệp vào kinh tế học tân cổ điển. Hành vi sáng nghiệp liên quan đến việc tìm kiếm những công nghệ chưa từng biết đến cũng như những nhu cầu trong một bối cảnh thị trường, từ đó mang chúng đến với cuộc sống thông qua việc sản xuất và tiêu dùng.

Trường phái kinh tế học Áo cho rằng cấu trúc vốn đầu tư là hệ quả cân bằng từ các hành vi sáng nghiệp theo những thay đổi mang tính động lực thông qua lãi suất hay chi phí sử dụng vốn. Một mức lãi suất thấp sẽ kéo theo thời gian sản xuất dài hơn, dù lãi suất thay đổi đó được gây ra bởi sự thay đổi trong ưu thích kỳ hạn hay bởi chính sách tiền tệ hoặc tài khóa. Cơ chế kết nối giữa tiền tệ và thị trường vốn như vậy, theo Boetke (2018), sẽ đưa đến một lý thuyết chu kỳ kinh tế, trong đó một bùng nổ nhân tạo (gây ra bởi chính sách tiền tệ hoặc tài khóa) tất yếu dẫn đến sự đổ vỡ thông qua cơ chế tái phân bổ vốn.

Ý tưởng về việc sản xuất tiêu tốn thời gian là cơ sở phân tích của lý thuyết vốn trường phái kinh tế Áo. Sự hợp lực về vốn chính là sự tổng hợp các kỳ vọng dưới điều kiện không chắc chắn, từ đó gây ra đầu tư không bền vững (Shackle, 1972). Quan điểm kinh tế Áo cũng cho rằng đầu tư được tiến hành với các kỳ vọng và các hợp đồng sẽ được thực hiện. Chi phí của vốn chính là lãi suất trong trạng thái cân bằng của các thị trường tiền tệ, và chi phí của hợp đồng chính là chi phí niềm tin của các thị trường cai quản (Allen & cộng sự, 2020).

Vốn là một cơ chế kinh tế nhằm chuyển tiêu dùng hôm nay (thí dụ tiết kiệm và đầu tư) vào tiêu dùng lớn hơn trong tương lai. Các mô hình tăng trưởng kinh tế chính thống thường xem vốn là một hàng hóa thuần nhất mà cấu trúc của nó chỉ liên quan đến các vấn đề kinh tế vi mô. Mô hình tăng trưởng tân cổ điển thường bao gồm phương trình hàm ý tiêu dùng và đầu tư sẽ bằng sản lượng trừ đi khấu hao:

$$C + \Delta K = f(K,L) - \delta K$$

Các quan điểm kinh tế Áo (như của Mises, Hayek hay Böhm-Bawerk) thay vào đó nhấn mạnh vốn liên quan nhiều đến sản phẩm dự kiến sau cùng, và do vậy có tính chất không thuần nhất và không thể thay thế (inconvertible) (McCulloch, 2014). Trong lý thuyết chu kỳ kinh doanh của kinh tế học Áo, hàng hóa có sẵn với các điểm thời gian khác nhau là những hàng hóa khác nhau về mặt kinh tế. Thí dụ, theo quan điểm Böhm-Bawerk, phương tiện sản xuất xoay vòng (roundabout) càng nhiều – tức vốn càng nhiều, càng tạo ra nhiều hiệu suất, một phần bởi chúng cho phép sử dụng các công nghệ bao

gồm nhiều loại vốn sẽ không có thời gian để xây dựng cho các kế hoạch sản xuất ít xoay vòng. Không giống trường phái Áo, mô hình kinh tế truyền thống loại bỏ vốn theo thời gian và do đó loại trừ các vấn đề về tính cơ hội, vấn đề phối hợp và chi phí hợp đồng. Trong thực tế, trong mô hình cân bằng vốn kịp thời (Hayek, 1941; Lachmann, 1956), sự ưa thích kỳ hạn thay đổi sẽ kéo theo sự thay đổi trong lãi suất, từ đó làm thay đổi động cơ đầu tư sáng nghiệp trong các cấu trúc vốn dài hạn và ngắn hạn (sản xuất xoay vòng nhiều hơn và vốn thiếu thuần nhất hơn).

Williamson (1985) cho rằng cấu trúc vốn dài hạn hơn sẽ yêu cầu nhiều sự hợp lực về đầu tư bổ sung hơn, sẽ đối mặt nhiều rủi ro về tính cơ hội hơn, phụ thuộc nhiều hơn vào tính an toàn của quyền tài sản, và yêu cầu nhiều hoạt động hợp đồng và các cơ chế cai quản khác. Do đó, khi thay đổi trong lãi suất tác động đến cấu trúc vốn cân bằng, thay đổi sẽ kéo theo với tác động của chi phí niềm tin lên cấu trúc vốn cân bằng. Càng dài hạn, cấu trúc vốn sẽ càng phức tạp và do đó yêu cầu đầu tư nhiều hơn không chỉ vào lượng vốn, còn vào chất lượng của thể chế hoặc cơ chế cai quản nhằm xúc tiến các hợp đồng phức tạp hơn qua thời gian dài.

Sự đổi mới sáng tạo cũng tác động đến cấu trúc vốn theo cách tương tự gây ra bởi thay đổi trong lãi suất. Việc sử dụng cơ chế giá cả để kiểm soát lượng thông tin gia tăng đang trở nên quan trọng vì cấu trúc vốn nền kinh tế đang thay đổi phức tạp. Đó là lý do tại sao khi nền kinh tế tăng trưởng, vai trò của thị trường ngày càng lớn. Bùng nổ nhân tạo bởi can thiệp chính sách đưa đến vấn đề đầu tư chệch hướng, mà theo quan điểm kinh tế học Áo, điều này phát sinh bởi sự không chắc chắn trong hoạt động sáng nghiệp về nhu cầu tiêu dùng, và thất bại thông tin do thiếu vắng các thị trường hoặc các thị trường bị biến tướng. Góc nhìn kinh tế Áo cho rằng nguyên nhân gây ra sự biến tướng đó chính là các can thiệp chính sách. Theo Lachmann (1956), chính sách nhân tạo và làm phát tiền tệ gây ra sự không chắc chắn về sáng nghiệp và các mức giá cả, ngăn cản hành vi sáng nghiệp và phối hợp kinh tế.

Tuy nhiên, chu kỳ bùng nổ - đổ vỡ của nền kinh tế có thể đưa đến động lực đổi mới sáng tạo. Cụ thể, lý thuyết về cơ chế báo động sáng nghiệp (entrepreneurial alertness) của Kirzner (1973) hàm ý giai đoạn đổ vỡ sẽ gắn liền với hoạt động khám phá đổi mới. Những hành vi chính sách nhân tạo (như các điều kiện tín dụng dễ dàng hoặc sự hỗ trợ công đối với công nghệ mới) hay những triển vọng về công nghệ mới (như trí thông minh nhân tạo và công nghệ blockchain) có thể đưa đến sự hưng phấn đầu cơ, thu hút những nhà đầu tư tham gia sớm nhờ điều kiện tín dụng dễ dàng và chi phí cơ hội thấp liên quan đến thành lập các công ty khởi nghiệp. Một chu kỳ kinh tế điển hình có thể đưa đến đầu tư chệch hướng thoát đầu, nhưng cũng có thể tạo ra nhiều thông tin kinh tế mới về các điều kiện 'phá vỡ cân bằng' nhờ các triển vọng công nghệ mới (bao gồm thông tin về chi

phí sản xuất và nhu cầu thị trường, các mô hình kinh doanh mới và các rào cản thể chế). Giai đoạn bùng nổ tiếp theo sẽ giúp tạo ra thông tin về các thí nghiệm mới đó – tức được tập hợp và đột phá bởi hoạt động sáng nghiệp trong giai đoạn đổ vỡ trước đó.

Allen & cộng sự (2020) đưa ra nhiều hàm ý thú vị liên quan đến phương diện chu kỳ kinh tế này. Thứ nhất, bong bóng có thể là cơ chế quan trọng cho tăng trưởng kinh tế dài hạn nhờ vai trò của nó trong việc xúc tiến hoạt động tìm kiếm và khám phá thông tin “phá vỡ cân bằng”. Mô hình bong bóng này xem đổi mới (khám phá giá trị) là nội sinh trong khi thay đổi công nghệ (khám phá tính chất vật lý mới trong thế giới) là ngoại sinh – dựa trên cơ sở cho rằng chi phí của khám phá thông tin sáng nghiệp xảy ra trong các điều kiện bên ngoài trạng thái cân bằng. Thứ hai, tính chất bong bóng là quan trọng vì khả năng tạo ra thông tin mới của chúng. Chẳng hạn, bong bóng nhà đất tạo ra ít thông tin hơn bong bóng công nghệ do tính mới của không gian khai phá khác nhau. Do đó, bong bóng tài sản thường có năng suất thấp và thường gây tổn kém đáng kể cho xã hội, trong khi bong bóng công nghệ sẽ có hiệu ứng ròng tích cực vì lượng thông tin mới nó tạo ra liên quan đến các cơ hội sáng nghiệp. Thứ ba, giai đoạn bùng nổ là cần thiết để tạo ra thông tin “phá vỡ cân bằng” nhưng giai đoạn đổ vỡ cũng cần thiết để giải phóng các nguồn lực nhằm tái sáng nghiệp. Khi đó, cơ chế cai quản và phối hợp sẽ cần thiết để phản ánh thông tin hiệu quả hơn vào các cơ hội sáng nghiệp. Thứ tư, bằng cách hiểu hoạt động sáng nghiệp kiểu Schumpeter thuộc về giai đoạn bùng nổ và hoạt động sáng nghiệp kiểu Kirzner thuộc về giai đoạn đổ vỡ, sự kết nối giữa khám phá sáng nghiệp và các chu kỳ kinh tế thực sẽ thật sự rõ ràng.

Đến nay có thể thấy, sự hình thành và phát triển của các tư tưởng kinh tế học Áo trải qua nhiều mức độ công nhận khác nhau trong thế giới kinh tế học. Thí dụ, những quan điểm về tiền tệ của trường phái Áo thường trái ngược và bị phản đối bởi kinh tế học chính thống; tuy nhiên, quan điểm sáng nghiệp của Kirzner nhận được đón nhận tích cực trong tranh luận kinh tế học chính thống và đặc biệt tương thích cao theo các tiến trình công nghệ mới. Cuối cùng, thực tế hiện tại cho thấy những tư tưởng lý thuyết kinh tế học Áo về tiền tệ, vốn và đầu tư đang được củng cố bởi sự ra đời của một công nghệ làm thay đổi cuộc chơi như blockchain. Phần tiếp theo sẽ phân tích rõ hơn về mối liên hệ này trong bối cảnh phát triển hiện tại về công nghệ blockchain.

### **3. Blockchain tái định hình về tiền và đầu tư vốn**

Blockchain là một công nghệ thể chế về sổ cái phân phối phi tập trung nhằm ghi nhận các sự kiện xã hội như định danh, bản quyền, đăng ký, sở hữu và chuyển giao tài sản, hợp đồng, thông tin và dữ liệu (Allen & cộng sự, 2020). Cơ chế của blockchain hàm ý cho việc tạo ra một tiền kỹ thuật số tư nhân, như Bitcoin. Sự ra đời của Bitcoin hay Blockchain

được xem là tiến trình công nghệ liên quan đến giai đoạn đổ vỡ thị trường tài chính 2008 và sự bùng nổ có tính chất bong bóng của công nghệ này có thể đóng vai trò một giai đoạn tái định hình công nghệ niềm tin.

Nhìn lại các quan điểm kinh tế Áo về nguồn gốc của tiền, có thể thấy sự ra đời của Bitcoin phản ánh nhiều tư tưởng ở đó. Hệ thống tiền điện tử ngang hàng của Nakamoto (2008) rõ ràng được thiết kế để hoạt động như một tiền số tư nhân. Khái niệm tiền tệ mã hóa (cryptocurrency) đề cập đến tiền số được đảm bảo nhờ công nghệ blockchain. Là một loại tiền mã hóa, Bitcoin có hai tính chất là tính cứng nhắc (hardness) và tính không thể bị kiểm soát (uncensorability). Bitcoin được thiết kế để bắt chước vàng vật chất trong phương diện nguồn cung cố định và cơ chế nguồn lực khan hiếm. Theo tiếp cận phương diện chính trị của tiền tệ, Bitcoin có giá trị về lưu trữ. Khi các cá nhân chọn giao dịch thanh toán và chuyển giao giá trị thông qua tiền tệ mã hóa và lưu trữ giá trị trong tài sản mã hóa, việc đó sẽ làm hạn chế khả năng của chính phủ trong việc kiểm soát hành vi kinh tế thông qua kiểm soát lượng tiền (thí dụ quá trình xác nhận thanh toán hay kiểm soát vốn), và chính phủ cũng không thể tịch thu tài sản tư nhân bằng cách giảm giá trị đơn vị tiền (in tiền hay tiền tệ hóa nợ, dẫn đến việc đánh thuế lạm phát). Tiền kỹ thuật số như Bitcoin do vậy có thể giới hạn hoạt động can thiệp của chính phủ và sự tùy ý thực thi quyền lực kinh tế (Hendrickson & Luther, 2019). Trong góc nhìn kinh tế học Áo về cung tiền cạnh tranh tư nhân như tranh luận của Menger, sự bùng nổ các đợt phát hành đồng tiền (ICO) cho thấy sự gia tăng nhận thức về vai trò tài chính phân phối tư nhân.

Giá trị của Bitcoin đến nay vẫn là tranh cãi trong giới kinh tế học. Quan điểm kinh tế học tân cổ điển hàm ý Bitcoin không có giá trị vì không xác định được giá trị nội tại. Tuy nhiên, dựa theo quan điểm Áo như Menger và Mises về nguồn gốc của tiền rõ ràng Bitcoin có cơ sở về giá trị. Thoát ly khỏi chức năng tiền tệ có nguồn gốc chính trị, quan điểm Áo nhấn mạnh nguồn gốc giá trị nằm ở nhu cầu hơn là nguồn gốc lao động. Một hàng hóa có thể là tiền ở nơi này nhưng không phải tiền ở nơi khác và mang ý nghĩa tiền rộng hơn khi nhiều nơi chấp nhận rộng rãi nó. Các hàng hóa (gồm của tư nhân hoặc của nhà nước) sẵn có phải cạnh tranh để được chấp nhận là tiền. Giá trị của Bitcoin nằm ở hệ thống thanh toán sáng tạo của nó, hay đó chính là công nghệ blockchain. Chức năng sổ cái phân phối phi tập trung đảm bảo cho Bitcoin khả năng an ninh và không thể đảo ngược, là thứ mà thế giới (trong sự hỗn loạn mới tạo ra từ sau Cuộc khủng hoảng tài chính 2008?) đang cần. Thực tế nếu không có mạng lưới thanh toán gắn liền với tiền, tiền sẽ không có giá trị. Ở Bitcoin, thậm chí ranh giới giữa khái niệm tiền và tính hiệu quả của hệ thống thanh toán (nguồn gốc cho giá trị của tiền) đã được loại bỏ. Bitcoin là sự dung hòa tài tình cho hai khái niệm như vậy: Bitcoin là hệ thống thanh toán hiệu quả và Bitcoin cũng là tiền.

Một lưu ý ở đây là tính khan hiếm không phải là tất cả nguồn gốc giá trị theo phương diện này. Vàng và bạc có giá trị tiền tệ vì nó được sử dụng vào trao đổi hàng hóa trước đây. Sự chấp nhận của nó như tiền trong một thời gian và trong một số bối cảnh xuất phát từ quá trình tồn tại thị trường. Điều này phù hợp với quan điểm của Mises rằng tiền có giá trị hôm nay vì nó có giá trị ngày hôm qua, và mọi người sẽ muốn tiền hôm nay vì họ dự báo mọi người sẽ muốn nó vào ngày mai; điều này nối tiếp với tư tưởng kinh tế của Menger rằng “một khi giao dịch, hai bên đều có lợi”. Quan điểm của Mises giải thích việc đôi khi một thứ vô giá trị vẫn có thể sử dụng làm phương tiện trao đổi. Vàng, bạc hay Bitcoin đều đã thực hiện chức năng phương tiện trao đổi. Vấn đề giá trị của các hàng hóa này là ở nhu cầu sử dụng nó như một phương tiện trao đổi, không phải nó khan hiếm như thế nào. Quá trình thị trường (như đề cập bởi Menger) đóng vai trò quan trọng trong việc định hình giá trị của một phương tiện trao đổi như thế. Năm 2010, khi Bitcoin vẫn còn là khái niệm xa lạ với nhiều người, một người đàn ông tên là Laszlo Hanyecz trả 10.000 đồng Bitcoin (BTC) để mua 2 cái bánh pizza. Đó cũng được xem là giao dịch thương mại đầu tiên sử dụng Bitcoin như một phương tiện thanh toán. Ngày nay, giá trị của lượng Bitcoin đó tương đương gần 600 triệu USD (tính ở thời điểm bài viết này). Rõ ràng, Bitcoin ở hai thời điểm khác nhau có tầm quan trọng khác nhau. Giá trị của Bitcoin ban đầu rất thấp, đơn giản vì cầu sử dụng nó như phương tiện thanh toán không đủ để tạo ra giá trị cao hơn cho nó, còn ngày nay nhiều thanh toán hơn chấp nhận sử dụng Bitcoin.<sup>5</sup>

Sự khan hiếm rõ ràng là tính chất cần thiết. Nhưng ngay cả vậy, sự khan hiếm của vàng và của Bitcoin cũng không giống nhau. Vàng vật chất là hữu hạn trên thế giới này, nhưng tỷ lệ vàng được đào ra trong tương lai không chắc chắn. Lượng cung của Bitcoin cũng được giới hạn ngay từ đầu, nhưng tỷ lệ Bitcoin được “đào” ra trong tương lai là có thể được xác định. Rõ ràng lợi thế về tính mật mã giúp Bitcoin có thể được thiết kế trên nền tảng rõ ràng được công khai nhằm đảm bảo minh bạch, đồng thời cũng tránh sự thao túng bởi một thực thể có quyền lực. Một lưu ý là cơ chế Bitcoin được thiết lập không nhằm loại bỏ được lạm phát, chỉ là kiểm soát lạm phát. Với việc có thể biết trước và kiểm soát được, những hợp đồng tài chính tương lai mang tính rủi ro có thể quản trị không phải là sự không chắc chắn. Đây cũng chính là lợi thế rõ ràng của Bitcoin như tiền tệ so với tiền định danh (fiat currency).

Quan điểm của Hayek về giảm tính quốc gia hóa tiền tệ và trao cơ hội cạnh tranh từ các đối tượng tư nhân cũng liên quan ở đây. Vì trong một thị trường cạnh tranh như vậy, một hàng hóa được chấp nhận rộng rãi sẽ là tiền và là hệ thống thanh toán. Cả hai khu vực đều có khả năng nắm bắt tiến trình công nghệ, nhưng sẽ có một hàng hóa trở thành

---

<sup>5</sup> Hãy nghĩ về trường hợp giá Bitcoin tăng mạnh sau khi công ty Tesla công khai có nắm giữ nó và tương lai mọi người có thể sử dụng nó để thanh toán mua xe điện.

tiền duy nhất hoặc có nhiều hàng hóa trở thành tiền với mức độ khác nhau. Một lần nữa công nghệ blockchain đang định hình lại cách hiểu truyền thống về tiền tệ. Thậm chí khi giá trị nội tại là khía cạnh khó xác định của Bitcoin hoặc một nền tảng dựa trên công nghệ blockchain mới nào đó, nó vẫn có thể thực hiện tốt chức năng của tiền. Tranh luận về hàng hóa đảm bảo cho giá trị của tiền đôi khi không thật sự còn cần thiết trong tiến trình đổi mới công nghệ. Sau khi hệ thống Bretton Woods sụp đổ, không còn đồng tiền định danh nào đảm bảo giá trị hoàn toàn bởi vàng hoặc một hàng hóa nào đó. Câu hỏi là có phải chính phủ (hay chính xác là niềm tin vào chính phủ) là đảm bảo cho giá trị của tiền tệ quốc gia? Liệu Bitcoin hay một công nghệ blockchain thay thế mới có thể trở thành công nghệ niềm tin?

An ninh và an toàn chính là nhu cầu thực trong việc lưu trữ tài sản cá nhân. Mọi người trả giá cho tiền (để làm tiền có giá trị) khi nhu cầu của nó nhiều hơn trong việc đảm bảo tính an toàn tài sản. Niềm tin vào việc chính phủ đảm bảo chống làm giả tiền giấy hoặc vô hiệu hóa hệ quả từ cung tiền giả giúp tạo ra giá trị tiền định danh? Niềm tin vào việc vàng khó bị làm giả giúp tạo ra giá trị cho vàng? Niềm tin vào việc cơ chế dựa trên blockchain khó giả mạo giúp tạo ra giá trị cho Bitcoin? Như vậy ngoài chất lượng đảm bảo tính quản trị rủi ro, đặc tính an toàn có thể là tính chất quyết định hàng hóa nào sẽ chiếm sự chấp nhận để thành tiền. Tuy nhiên, công nghệ blockchain dựa vào khoa học mật mã ra đời cũng tạo ra sự khác biệt thú vị. Mỗi quan hệ giữa đặc tính an toàn và giá trị trong trường hợp của Bitcoin có thể trái ngược với trường hợp của vàng hoặc tiền pháp định. Giá trị của vàng và tiền pháp định có thể thay đổi không liên quan đến đặc tính của nó như khả năng đảm bảo an toàn. Thật vậy, giá vàng vẫn tăng dù không có công nghệ làm giả vàng nào ra đời và giá tiền quốc gia có thể không thay đổi, dù chính phủ áp dụng công nghệ chống làm giả tốt hơn. Trường hợp Bitcoin thì khác, giá Bitcoin tăng đồng nghĩa mạng lưới hệ thống blockchain của nó phức tạp hơn và khó bị tấn công hơn.

Trường hợp trên có thể hiểu thông qua mối quan hệ giữa giá cả và chi phí. Kinh tế học tân cổ điển thường cho rằng chi phí cao sẽ dẫn đến giá cả hàng hóa dịch vụ tăng theo. Điều đó có thể được tìm thấy trong lý thuyết về giá trị sức lao động. Chi phí lao động tích lũy vào giá trị của hàng hóa và dịch vụ - điều trường phái kinh tế học Áo phản đối. Như đã đề cập ở phần trước, kinh tế học Áo đề cao vai trò của thị trường hơn là sức lao động đối với nguồn gốc của giá trị. Lý thuyết kinh tế học Áo hàm ý giá cả sản phẩm mới quyết định chi phí, không phải chiều ngược lại. Nói cách khác, giá trị được xác định bởi nhu cầu tiêu dùng, sự cạnh tranh trong thị trường buộc nhà sản xuất phải giảm mức giá xuống gần chi phí sản phẩm miễn là không triệt tiêu động cơ sản xuất. Công nghệ blockchain của Bitcoin được thiết kế theo cơ chế cạnh tranh như vậy (Nakamoto, 2008). Thuật toán của Bitcoin đảm bảo độ khó gia tăng khi sự cạnh tranh gia tăng (nhiều người tham gia

vào tiến trình “đào”) nhằm đảm bảo năng suất đào không đổi. Thuật toán như vậy đảm bảo chi phí biên của việc “đào” sẽ luôn thấp hơn giá cả và quá trình “đào” sẽ không bị dừng. Độ an toàn (tính khó tấn công Bitcoin) cũng gia tăng đồng thời thời độ khó thuật toán giải mã (năng lực Hash). Giả định giá Bitcoin giảm, đồng nghĩa sự cạnh tranh sẽ giảm, chi phí trên đơn vị năng suất sẽ giảm. Những người ủng hộ Bitcoin cho rằng chi phí “đào” Bitcoin gia tăng không phải là sự lãng phí, mà đó là chi phí đầu tư vào an toàn/an ninh.

Quay trở lại với khái niệm thời gian sản xuất của kinh tế học Áo, hai chi phí liên quan đến thị trường cân bằng là chi phí lãi vay và chi phí niềm tin. Như đã biết từ phần trước, chi phí niềm tin sẽ thay đổi theo hệ quả từ sự xuất hiện mới của các công nghệ niềm tin như Blockchain. Thật vậy, Berg & cộng sự (2020) cho rằng blockchain sẽ công nghệ hóa niềm tin nhờ cơ chế đồng thuận theo bằng chứng công việc (PoW – proof of work). Blockchain là một cơ chế niềm tin và PoW đã chuyển đổi năng lực tính toán cần nhiều năng lượng thành niềm tin có giá trị kinh tế. Nhận thức blockchain như một công nghệ sổ cái phân phối có khả năng ghi nhận các giao dịch không cần một bên thứ ba tin cậy hay cơ quan chính quyền tập trung, cũng là một đột phá về mặt thể chế quản trị. Niềm tin hiện tại đang được tạo ra thông qua các công nghệ thể chế, trong trường hợp các thị trường đó là danh tiếng thể hiện qua tính phân cấp trong trường hợp chính phủ và doanh nghiệp. Blockchain đang đại diện cho một thách thức đối với các thể chế quản trị hiện hành nhờ công nghệ sổ cái phân phối của nó.

Allen & cộng sự (2020) cho rằng blockchain là công nghệ thể chế quản trị nhằm cung cấp sự hợp tác phi tập trung về quản lý danh, ghi nhận sổ sách, đăng ký, chuyển nhượng tài sản, thanh toán và hợp đồng. Loại công nghệ mới này đang cung cấp cách thức mới để tạo ra sự hợp tác kinh tế tư nhân thông qua tiền tệ, quyền tài sản và tổ chức nền tảng quản trị tư nhân (quy tắc và cơ chế) cho giao dịch và thiết lập hợp đồng (Davidson & cộng sự, 2018). Sự xuất hiện của công nghệ blockchain đang bắt đầu mở ra nhiều lĩnh vực cạnh tranh kinh tế mới vượt ra ngoài các vùng biên cạnh tranh nhân tố thị trường nhưng là sự cạnh tranh với trật tự của nó. Đến nay tiếp cận kinh tế học Áo đã làm rõ sự thay thế của vốn đối với lao động trong các mô hình tăng trưởng. Hình bên dưới (trích từ Allen & cộng sự (2020)) minh họa một phân tích các trật tự phi tập trung:



		Nền kinh tế	
		Tập trung	Phi tập trung
Số cái	Tập trung	Chủ nghĩa xã hội dựa trên lập kế hoạch của Lange	Chủ nghĩa tư bản phân phối của Hayek
	Phi tập trung	Chủ nghĩa công xã (tiền chủ nghĩa Mác) của Owen	Blockchain và nền kinh tế mã hóa

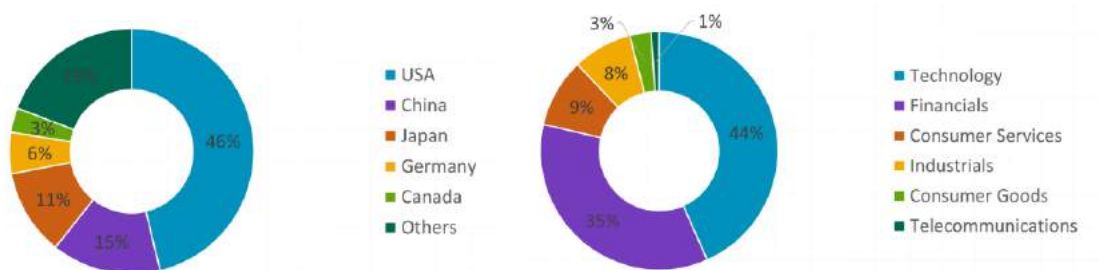
*Nguồn: Allen & cộng sự (2020)*

Hình trên cho thấy tầm quan trọng của blockchain và sổ cái phân phối đối với việc xếp đặt kinh tế phi tập trung. Sự thất bại trong quá khứ của kinh tế học Áo đã đưa đến lỗ hổng trong kinh tế học hiện đại liên quan đến công nghệ thể chế về xếp đặt kinh tế vĩ mô trong khía cạnh trật tự phi tập trung. Cụ thể, phân tích kinh tế học gặp khó trong miền tranh luận của Hayek và Lange về trật tự tập trung và phi tập trung và trong bối cảnh các thị trường nhân tố và các chi phí nhân tố tương đối, không xem xét đến sự cạnh tranh thể chế và sự đổi mới sáng tạo trong hạ tầng quản trị. Những gì lý thuyết đã bỏ qua là phân tích về khả năng thay thế thể chế tạo ra sự xếp đặt phi tập trung đối với trật tự có tính tư nhân.

Một mở rộng ở đây là các quốc gia với xếp đặt kinh tế khác nhau sẽ có sự thích ứng với công nghệ blockchain một cách khó dễ khác nhau và ở mức độ khác nhau. Xem sự xếp đặt kinh tế là sự lựa chọn chính trị mang tính đa dạng thể chế trên toàn cầu, nghiên cứu này đề xuất ý tưởng về một chỉ số đo lường mức độ thể chế công nghệ dạng blockchain ở các quốc gia. Từ đây, các nghiên cứu thực nghiệm có thể sử dụng chỉ số như thước đo thể chế quản trị liên quan đến đổi mới đột phá dựa vào công nghệ blockchain. Một chỉ số như vậy đã được xây dựng sẵn. Chẳng hạn, Nasdaq xây dựng một thước đo cho điểm blockchain (Blockchain Score) ở cấp độ nền kinh tế. Chỉ số đại diện nền kinh tế blockchain này được tính từ tổng trọng số từ 7 điểm thành phần nhân tố gồm hệ sinh thái blockchain, giai đoạn của sản phẩm blockchain, tác động kinh tế blockchain, quyền thành viên viện blockchain, chi tiêu nghiên cứu và phát triển blockchain, đăng ký niêm yết đại chúng liên quan đến công nghệ blockchain và đổi mới sáng tạo blockchain (xem Nasdaq, 2020). Các trọng số tính toán các thành phần như sau:

$$w_i = B_i / \sum_{i=1}^n B_i$$

Trong đó  $w_i$  là trọng số thành phần  $i$ ,  $n$  là số thành phần và  $B_i$  là điểm blockchain của thành phần  $i$ . Các hình bên dưới cho thấy tầm quan trọng của các nền kinh tế blockchain cũng như của ngành kinh tế trong chỉ số Blockchain Score toàn cầu đến 30/11/2020:

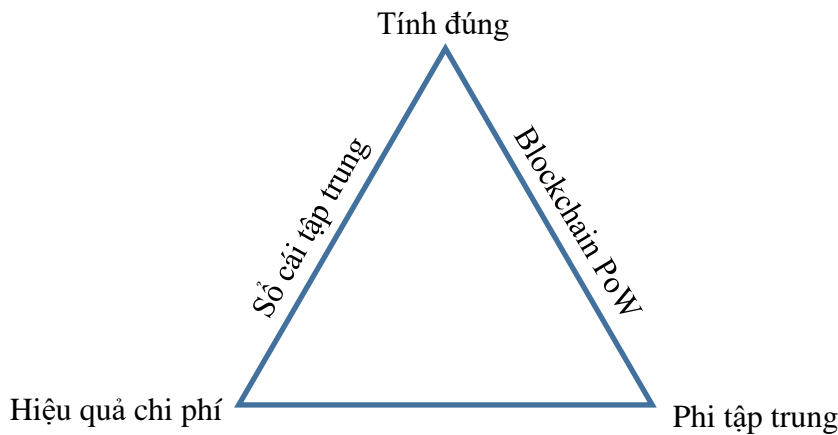


*Nguồn: Nasdaq (2020)*

Với những phân tích về vai trò của công nghệ blockchain đối với việc định hình lại các khái niệm về tiền tệ, vốn đầu tư, tăng trưởng kinh tế của các quốc gia trong kỷ nguyên số sẽ phụ thuộc vào rất nhiều năng lực đầu tư vốn trong nền kinh tế. Với tiếp cận kinh tế học Áo, sự tăng trưởng đó có nguồn gốc từ vốn hơn là từ lao động và giá trị của vốn trong cách hiểu này phải xem xét từ khía cạnh cầu đối với các thể chế quản trị như công nghệ blockchain.

#### 4. Một trở ngại: bộ ba bất khả thi blockchain

Việc áp dụng công nghệ blockchain rõ ràng vẫn có những trở ngại nhất định. Ở đây bài viết không bàn đến trở ngại liên quan đến luật định hay các trở ngại môi trường, tập trung vào trở tồn tại trong bản thân công nghệ này. Đến nay, tính cách mạng của giải pháp blockchain đã quá rõ ràng. Giải pháp gắn liền với cơ chế sổ cái phi tập trung – một phương pháp mạnh mẽ để ghi nhận thông tin vốn dĩ trước đó chỉ được thực hiện bởi các tổ chức tập trung. Và ứng dụng mạnh mẽ nhất của blockchain là vào giao dịch tài chính và dữ liệu sở hữu (Abadi & Brunnermeier, 2018). Cuộc cách mạng mới nổi trong việc ghi nhận sổ sách được đánh giá dựa trên 3 tiêu chuẩn chất lượng: (i) tính đúng; (ii) tính phi tập trung; và (iii) hiệu quả chi phí. Abadi & Brunnermeier (2018) đã chỉ ra và làm rõ “bộ ba bất khả thi blockchain”: không sổ cái nào có thể thỏa mãn cả 3 tính chất một cách đồng thời. Nói cách khác, tính đúng đắn của một sổ cái đòi hỏi hoặc phải chuyển lợi ích cho một tổ chức tập trung hoặc phải lãng phí nguồn lực vật lý.



*Nguồn: Abadi & Brunnermeier (2018)*

Lý thuyết tài chính quốc tế có một bộ ba bất khả thi cho rằng một quốc gia không thể đồng thời đạt được 3 mục tiêu: tỷ giá cố định, tự do vốn và chính sách tiền tệ độc lập. Kinh tế học blockchain cũng xuất hiện một bộ ba tính chất bất khả thi khi cho rằng công nghệ sổ cái chỉ có thể đạt hai tính chất và phải hi sinh tính chất thứ ba. Vì tính đúng (correctness) là điều tiên quyết nên một cơ chế sổ cái dựa trên công nghệ blockchain chỉ có thể chọn hiệu quả về chi phí hoặc đạt tính phi tập trung. Thực tế bản chất của blockchain là sổ cái tập trung được ghi nhận bởi các nhóm đại diện phi tập trung và thường là ẩn danh, không phải các bên tập trung độc quyền. Theo Abadi & Brunnermeier (2018), phương pháp ghi nhận của blockchain nổi lên đã loại bỏ 2 hạn chế của sổ cái tập trung là tập trung quyền lực và thông tin thiếu tính kế thừa. Với sổ cái theo nền tảng blockchain, bất kỳ ai cũng có thể ghi nhận lên sổ cái miễn là tuân theo những quy tắc được thiết lập trước.

Khả năng cho xem lại lịch sử thông qua thuật toán đồng thuận PoW cũng là sự sáng tạo quan trọng của blockchain có tầm quan trọng kinh tế. Xa hơn, công nghệ blockchain có thể bị phân nhánh (fork) nếu có đề xuất từ nhà phát triển nào đó nhằm phân chia blockchain hiện tại để hình thành một phiên bản có các quy tắc và chính sách khác nhau, trong khi vẫn duy trì toàn bộ thông tin đã được bao gồm trong blockchain gốc. Abadi & Brunnermeier (2018) phát hiện rằng cạnh tranh phân nhánh có thể loại trừ sự thiếu hiệu quả do phát sinh chi phí chuyển đổi giữa các hệ thống ghi nhận sổ cái tập trung. Họ cũng cho rằng giữa các tiền tệ mã hóa có thể mạnh mẽ hơn cạnh tranh tiền tệ Hayek dưới tiếp cận kinh tế học Áo. Rõ ràng, điều này hứa hẹn một giải pháp phá vỡ bộ ba bất khả thi blockchain, mà Abadi & Brunnermeier (2018) gọi là công nghệ blockchain có quyền hạn (permissioned) khi cho phép cạnh tranh phân nhánh như blockchain ẩn danh nhưng loại trừ hoàn toàn sự lãng phí nguồn lực.

## 5. Kết luận

Cuộc khai phá vật chất tài nguyên trong những thế kỷ cuối của thiên niên kỷ trước đã chuyển sang cuộc khai phá tài nguyên số trong thiên niên kỷ này, được đánh dấu bởi 2 dấu mốc quan trọng là sự bùng nổ Internet thập niên 90 (sự chuẩn bị) và sự ra đời của hệ sinh thái công nghệ blockchain (sự khởi đầu). Blockchain và công nghệ sổ cái phân phối phi tập trung là nhân tố đột phá sáng tạo làm thay đổi cuộc chơi trong thế giới kinh tế và tài chính. Cùng với tiếp cận kinh tế học Áo, blockchain giúp định hình lại khái niệm về tiền, vốn và đầu tư vốn như là động lực của tăng trưởng kinh tế. Thoát ly khỏi suy nghĩ tiền tệ là sản phẩm của nhà nước, tư tưởng kinh tế Áo đề cao vai trò của vốn hơn là yếu tố lao động. Blockchain phù hợp với tư tưởng đó khi đóng vai trò là công nghệ thuộc về thể chế quản trị và công nghệ hóa niềm tin. Tuy nhiên, tính hiệu quả của sự cạnh tranh tiền tệ theo phương diện này – gắn liền với quan điểm giảm tính quốc gia hóa của tiền và tạo ra cung tiền tư nhân – cũng đang chịu trở ngại đến từ trạng thái công nghệ blockchain hiện tại. Cạnh tranh phân nhánh (fork) có thể là giải pháp tiềm năng để giải quyết bài toán về bộ ba tính chất bất khả thi của blockchain.

### Tài liệu tham khảo

- Abadi, J., & Brunnermeier, M. (2018). *Blockchain economics* (No. w25407). National Bureau of Economic Research.
- Allen, D. W., Berg, C., Davidson, S., & Potts, J. (2020). Blockchain and investment: An Austrian approach. *The Review of Austrian Economics*, 1-14.
- Berg, C., Davidson, S., & Potts, J. (2020). Proof of work as a three-sided market. *Frontiers in Blockchain*, 3, 2.
- Boettke, P. J. (2018). *F A Hayek: Economics, Political Economy and Social Philosophy*. Springer.
- Böhm-Bawerk, E. (1889). *Capital and Interest: A Critical History of Economic Theory*. (W. Smart, Trans.) London: Macmillan.
- Catalini, C., & Gans, J. S. (2016). *Some simple economics of the blockchain* (No. w22952). National Bureau of Economic Research.
- European Central Bank (2012), *Virtual Currency Schemes, October 2012*, ECB, Frankfurt am Main, pp. 5-7, 13-14, 35, 39, 41-42.
- Hayek, F. A. (1935). *Prices and production*. London: Routledge.
- Hayek, F. A. (1941). *The pure theory of capital*. Chicago: University of Chicago Press.
- Hayek, F. A. (1976). *Denationalisation of money: The argument refined: An analysis of the theory and practice of concurrent currencies*. London: Institute of Economic Affairs
- Kirzner, I. (1973). *Competition and entrepreneurship*. Chicago: University of Chicago Press.
- Lachmann, L. (1956). *Capital and its structure*. Sheed Andrews and McMeel: Kansas City  
Available at: <https://mises.org/library/capital-and-its-structure>

- McCulloch, J. H. (2014). Misesian insights for modern macroeconomics. *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 17(1), 3.
- Menger, C. (1892). On the origins of money. Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute. 2009 Translation by C. A. Foley.
- Mises, L. (1912). *The theory of money and credit*, Indianapolis: Liberty Classics. 1980 translation by H.E. Batson.
- Nakamoto, S., & Bitcoin, A. (2008). A peer-to-peer electronic cash system. *White paper*.
- Nasdaq (2020). Reality Shares Nasdaq Blockchain Economy. *Nasdaq presentation*.
- Oppers, S. E. (2002). The Austrian Theory of Business Cycles: Old Lessons for Modern Economic Policy?.
- Richardson, C., & Romilly, P. (2008). Investment functions and the profitability gap. *Journal of Post Keynesian Economics*, 31(1), 35-56.
- Romer, P. M. (1990). Endogenous technological change. *Journal of political Economy*, 98(5, Part 2), S71-S102.
- Shackle, G. (1972). *Epistemics and economics*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Williamson, O. (1985). *The economic institutions of capitalism*. New York: The Free Press.

## 46.

# ĐẶC ĐIỂM TÀI CHÍNH VÀ QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP: VAI TRÒ CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Bùi Duy Khoa\*

Võ Quốc Toàn\*\*

Vũ Xuân Lộc\*\*

Đỗ Ngọc Quỳnh Anh\*\*

Nguyễn Văn Huy\*\*

### Tóm tắt

Bài nghiên cứu vai trò của ma sát tài chính và sự phản ứng không đồng nhất của doanh nghiệp trong việc xác định kênh đầu tư. Từ bài nghiên cứu, chúng tôi thấy rằng các công ty có rủi ro vỡ nợ thấp - những công ty có gánh nặng nợ thấp và “khoảng cách đến mức vỡ nợ” cao - là những công ty phản ứng nhanh nhất với các cú sốc tiền tệ. Chúng tôi giải thích những phát hiện này bằng cách sử dụng mô hình DSGE các công ty có rủi ro thấp phản ứng nhanh hơn với các cú sốc tiền tệ bởi vì họ phải đối mặt với đường chi phí cận biên cho đầu tư và tài trợ. Do đó, tác động tổng hợp của chính sách tiền tệ có thể phụ thuộc vào sự phân bổ rủi ro vỡ nợ và thay đổi theo thời gian. Với dữ liệu vi mô nhóm tác giả nhận thấy rằng các công ty có tỷ lệ đòn bẩy cao hoặc xếp hạng tín dụng thấp đầu tư ít hơn đáng kể so với các công ty khác sau cú sốc chính sách tiền tệ. Thứ hai, nhóm tác giả đã xây dựng một mô hình New Keynes của các doanh nghiệp bất đồng nhất với rủi ro vỡ nợ phù hợp về mặt định lượng với những kết quả thực nghiệm này. Trong mô hình, chính sách tiền tệ kích thích đầu tư thông qua sự kết hợp của các tác động trực tiếp và gián tiếp. Các công ty có rủi ro cao ít phản ứng hơn với những thay đổi này vì chi phí tài chính đầu tư cận biên của họ cao hơn các công ty có rủi ro thấp. Tác động tổng hợp của chính sách tiền tệ chủ yếu được thúc đẩy bởi các doanh nghiệp có rủi ro thấp này, điều này cho thấy quan điểm: chính sách tiền tệ có thể kém hiệu quả hơn khi rủi ro vỡ nợ trong nền kinh tế cao hơn. Chính sách tiền tệ sẽ không phát huy hiệu quả trong bối cảnh nợ vay doanh nghiệp tăng cao, đồng thời nhóm tác giả chứng minh sự tồn tại chính sách tiền tệ tối ưu trong bối cảnh vĩ mô cụ thể.

**Từ khóa:** Chính sách tiền tệ, vỡ nợ, DSGE, đặc tính doanh nghiệp.

\* Ngân hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam | Email liên hệ: [dkhoa2998@gmail.com](mailto:dkhoa2998@gmail.com)

\*\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM

## 1. Giới thiệu

Tổng đầu tư là thành phần thuộc GDP có phản ứng nhanh nhạy nhất đối với các cú sốc tiền tệ. Nhóm tác giả thực hiện bài nghiên cứu này với mục đích tìm hiểu vai trò của ma sát tài chính trong việc xác định kênh đầu tư của chính sách tiền tệ. Với sự bất đồng nhất trong hình thái tài chính của doanh nghiệp, một câu hỏi quan trọng được đặt ra: Loại hình doanh nghiệp nào có phản ứng nhanh nhất khi chính sách tiền tệ thay đổi? Câu trả lời cho câu hỏi này là một khái niệm mơ hồ. Với một mặt, ma sát tài chính đã tạo ra một đường cong của chi phí đầu tư cận biên dốc lên, điều này đã làm giảm phản ứng đầu tư của doanh nghiệp khi chịu ảnh hưởng nặng nề bởi ma sát tài chính trong môi trường có tác động của chính sách tiền tệ. Mặt khác, chính sách tiền tệ có thể làm phẳng đường cong của chi phí đầu tư cận biên - bằng cách tăng dòng tiền hoặc cải thiện giá trị tài sản thế chấp – điều này làm tăng phản ứng đầu tư của các doanh nghiệp. Thêm vào đó, bài nghiên cứu được áp dụng gia tốc tài chính cho các doanh nghiệp.

Nhóm tác giả giải quyết câu hỏi “Loại hình doanh nghiệp nào có phản ứng nhanh nhất khi chính sách tiền tệ thay đổi?” bằng Bằng chứng mới về tương quan chéo, Bằng chứng thực nghiệm về cú sốc tiền tệ được đo lường bằng phương pháp nghiên cứu diễn biến các sự kiện với tần suất cao, với dữ liệu hàng quý của Bloomberg stat. Qua nghiên cứu, nhóm tác giả thấy được hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp có rủi ro vỡ nợ thấp có phản ứng nhanh và mạnh mẽ hơn so với hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp có rủi ro vỡ nợ cao. Từ bằng chứng thực nghiệm này, mô hình được áp dụng vào mô hình đầu tư của doanh nghiệp không đồng nhất với rủi ro vỡ nợ trong giả định New Keynesian và nghiên cứu về ảnh hưởng của chính sách tiền tệ. Trong mô hình hiệu chỉnh, doanh nghiệp với rủi ro vỡ nợ thấp có phản ứng nhanh hơn với chính sách tiền tệ, tương tự như các ước tính thực nghiệm của nhóm tác giả. Nhóm tác giả thực hiện một đo lường đơn giản thể hiện tác động của chính sách tiền tệ đối với những phản ứng không đồng nhất có thể bị suy yếu hơn trong môi trường nền kinh tế có rủi ro vỡ nợ cao. Đồng thời, nhóm tác giả nhận thấy tất cả các doanh nghiệp trong mô hình bị ảnh hưởng bởi rủi ro vỡ nợ đều phản ứng nhanh hơn với chính sách tiền tệ so với các doanh nghiệp trong mô hình không có bất kỳ rủi ro vỡ nợ nào, quan điểm này nhất quán với nghiên cứu của Bernanke, Gertler và Gilchrist (1999).

Với phương pháp hồi quy cơ sở, ước tính rằng mức độ bán co giãn của đầu tư doanh nghiệp với chính sách tiền tệ dựa vào hai thước đo về rủi ro vỡ nợ: tỷ lệ đòn bẩy và “khoảng cách đến vỡ nợ” (một cách đánh giá và dự đoán xác suất vỡ nợ từ các giá trị của vốn chủ sở hữu và nợ phải trả). Nhóm tác giả kiểm soát các tác động cố định nhằm tạo sự khác biệt về nắm bắt tác động dài hạn giữa các doanh nghiệp và kiểm soát các tác động cố định theo từng ngành nhằm nắm bắt sự khác biệt trong cách phản ứng với các cú sốc

tổng hợp. Trong môi trường có sự kiểm soát, đòn bẩy tài chính có tương quan nghịch với khoảng cách đến vỡ nợ và xếp hạng tín dụng, khoảng cách đến vỡ nợ có quan hệ tương quan thuận với xếp hạng tín dụng. Vì vậy, nhóm tác giả nhận thấy tỷ lệ đòn bẩy thấp và khoảng cách đến vỡ nợ lớn đại diện cho rủi ro vỡ nợ thấp.

Nhóm tác giả nhận thấy một doanh nghiệp có độ lệch chuẩn thấp hơn đòn bẩy tài chính có nghĩa là doanh nghiệp phản ứng nhanh hơn gần 25% đối với chính sách tiền tệ và có một độ lệch chuẩn cao hơn khoảng cách đến vỡ nợ đồng nghĩa là doanh nghiệp phản ứng nhanh hơn 50%. Các doanh nghiệp mất hơn 3 năm để san bằng khoảng cách về vốn và sự chênh lệch vốn lớn dần theo thời gian. Phù hợp với ý tưởng rằng rủi ro vỡ nợ thúc đẩy các phản ứng bất đồng nhất, chi phí vay và sử dụng tài chính của các doanh nghiệp có rủi ro cao tăng ít hơn các doanh nghiệp có rủi ro thấp sau khi mở rộng tiền tệ.

Để giải thích các kết quả thực nghiệm này, nhóm tác giả áp dụng một mô hình gồm các doanh nghiệp bất đồng nhất về rủi ro vỡ nợ vào khuôn khổ chuẩn mô hình New Keynesian. Các doanh nghiệp này đầu tư bằng vốn nội bộ hoặc đi vay từ bên ngoài; họ có thể không trả được nợ dẫn đến một khoản tài trợ bên ngoài. Ngoài ra, có các doanh nghiệp “bán lẻ” với mức giá cố định; tạo ra đường cong New Keynesia Philips liên kết giữa thực tế và biến doanh nghĩa. Chúng tôi hiệu chỉnh mô hình để phù hợp hơn với các đặc điểm đầu tư, vay nợ và vòng đời của các doanh nghiệp trong dữ liệu vi mô. Mô hình của chúng tôi mô phỏng các hành vi thực tế của doanh nghiệp trong dữ liệu vi mô và phản ứng cao nhất của tổng đầu tư, sản lượng và tiêu dùng đối với các cú sốc tiền tệ nói chung và phù hợp với các phản ứng được ước tính trong dữ liệu của Christiano, Eichenbaum và Evans (2005).

Nhóm tác giả mô phỏng một nhóm các công ty từ mô hình đã hiệu chỉnh và nhận thấy rằng các công ty có rủi ro vỡ nợ thấp sẽ phản ứng nhanh hơn với chính sách tiền tệ, như trong dữ liệu. Các doanh nghiệp có phản ứng khác biệt nhau đã phản ánh cách chính sách tiền tệ thay đổi trực tiếp tỷ suất sinh lợi trên vốn kỳ vọng, điều này thúc đẩy phản ứng của các công ty có rủi ro thấp, và thay đổi một cách khéo léo dòng tiền và giá trị thu hồi nợ. Vì các doanh nghiệp có rủi ro thấp phản ứng nhanh hơn về công ty trong tổng thể, các kết quả thực nghiệm của chúng tôi chỉ ra rằng các tác động trực tiếp của chính sách tiền tệ chi phối các tác động gián tiếp của doanh nghiệp.

Cuối cùng, chúng tôi xác định chính sách tiền tệ tối ưu trong bối cảnh các yếu tố vi mô khác nhau nhằm xác định các thông số tối ưu cho chính sách tiền tệ để duy trì lượng đầu tư cho doanh nghiệp. Chúng tôi thấy rằng một cú sốc tiền tệ tạo ra sự thay đổi nhỏ hơn khoảng 30% trong tổng vốn cổ phần ban đầu từ phân phối có giá trị rỗng thấp hơn 50% so với phân phối có trạng thái ổn định. Tính toán này cho thấy một kết quả quan trọng trong việc lưu thông tiền tệ: chính sách tiền tệ kém hiệu quả hơn khi rủi ro vỡ nợ cao hơn.



Nền kinh tế Việt Nam trong bối cảnh năm 2000 – 2020 đã trải qua rất nhiều biến động thăng trầm, và ứng với từng thời kỳ như vậy vai trò điều tiết của chính sách tiền tệ luôn hiện diện như một công cụ then chốt giúp điều tiết các yếu tố vĩ mô trở về trạng thái cân bằng. Bài nghiên cứu khảo sát mối quan hệ về phản ứng không đồng nhất của các công ty Việt Nam với cú sốc từ chính sách tiền tệ. Sự không đồng nhất này bắt nguồn từ khác biệt trong đặc tính công ty và xu hướng đầu tư của các công ty và qua đó xem xét tính hiệu quả của chính sách tiền tệ.

Bài viết này sẽ tập trung lấy dữ liệu theo tháng từ giai đoạn năm 2000 đến năm 2020 các biến vĩ mô liên quan trực tiếp đến các công cụ tiền tệ của Việt Nam, các thước đo chủ yếu đó như là cung tiền, lãi suất, dự trữ ngoại hối... Trong đó, tác giả cũng đưa vào biến cú sốc tiền tệ tần suất cao, đặc tính công ty theo quý, và phát triển mô hình DSGE dựa trên phần mềm Matlab cho cá thể từng doanh nghiệp để làm nổi bật sự khác biệt về đặc điểm doanh nghiệp sẽ dẫn đến phản ứng không đồng nhất với cú sốc chính sách tiền tệ.

Số liệu được cập nhật trên các trang dữ liệu quốc gia như Bloomberg, Tổng cục Thống kê, Tổng cục Hải quan, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và trang dữ liệu quốc tế CEIC.

## **2. Khung lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm**

### **2.1. Khung lý thuyết về đặc tính doanh nghiệp và cú sốc tiền tệ**

Bernanke, Gertler và Gilchrist (1999) đã áp dụng bộ gia tốc tài chính vào một công ty đại diện theo mô hình New Keynesian; nhóm tác giả xây dựng trên khuôn khổ của Bernanke, Gertler và Gilchrist (1999) để thiết lập sự bất đồng nhất giữa các doanh nghiệp. Phù hợp với kết quả của nghiên cứu, chúng tôi thấy rằng phản ứng của tổng đầu tư đối với cú sốc tiền tệ trong mô hình của chúng tôi lớn hơn so với mô hình không có ma sát tài chính. Tuy nhiên, trong số 99,4% các công ty bị ảnh hưởng bởi các ma sát tài chính trong mô hình của chúng tôi, những công ty có rủi ro vỡ nợ thấp có phản ứng nhanh nhạy với một cú sốc tiền tệ hơn những công ty có rủi ro vỡ nợ cao, tạo ra sự phụ thuộc vào phân phối.

*H1: Công ty có rủi ro vỡ nợ thấp có phản ứng nhanh nhạy với một cú sốc tiền tệ hơn những công ty có rủi ro vỡ nợ cao*

Các nghiên cứu khác cho rằng phản ứng ở cấp độ công ty cũng phụ thuộc vào quy mô (Gertler và Gilchrist (1994)), tính thanh khoản (Jeenas (2019)) hoặc độ tuổi (Cloyne và cộng sự (2018)). Kết quả của chúng tôi phù hợp để kiểm soát các đặc điểm đặc biệt của các doanh nghiệp khác nhau. Kết quả của chúng tôi không mâu thuẫn với những nghiên cứu khác; thay vào đó, chúng tôi thực hiện nghiên cứu các tính năng khác nhau của dữ liệu.

Cho đến nay, các bài nghiên cứu đã tập trung vào việc tính không đồng nhất của hộ gia đình ảnh hưởng đến kênh tiêu thụ của chính sách tiền tệ như thế nào; ví dụ như

McKay, Nakamura và Steinsson (2016); Kaplan, Moll và Violante (2018); Auclert (2019); hoặc Wong (2019). Thay vào đó, chúng tôi nghiên cứu vai trò của sự bất đồng nhất ở cấp độ doanh nghiệp trong việc xác định kênh đầu tư của chính sách tiền tệ. Ngược lại với kênh tiêu dùng, chúng tôi thấy rằng cả tác động trực tiếp và gián tiếp của chính sách tiền tệ đều đóng vai trò quan trọng về mặt định lượng trong việc thúc đẩy kênh đầu tư. Tác động trực tiếp của những thay đổi trong lãi suất thực tế nhỏ hơn đối với các hộ gia đình vì họ có động cơ tiêu dùng thuận lợi mà các doanh nghiệp thiếu.

*H2: Tác động trực tiếp và gián tiếp của chính sách tiền tệ đều đóng vai trò quan trọng về mặt định lượng trong việc thúc đẩy kênh đầu tư của doanh nghiệp*

Tenreyro và Thwaites (2016) ước tính mô hình chuỗi thời gian phi tuyến tính và thấy rằng các cú sốc chính sách tiền tệ có tác động nhỏ hơn đến hoạt động kinh tế thực tế trong thời kỳ suy thoái so với thời điểm bình thường. Vavra (2013) và McKay và Wieland (2020) đưa ra các mô hình trong đó chính sách tiền tệ ít tác động hơn trong các cuộc suy thoái do những thay đổi trong phân phối điều chỉnh giá hoặc chi tiêu lâu dài.

*H3: Chính sách tiền tệ kém hiệu quả hơn trong các cuộc suy thoái*

Mô hình đầu tư đa dạng cấp độ doanh nghiệp của nhóm tác giả được xây dựng dựa trên Khan, Senga và Thomas (2016), họ đã nghiên cứu sự hiệu quả của các cú sốc tài chính trong một mô hình giá linh hoạt. Nhóm tác giả mở rộng mô hình để bao gồm các cú sốc về chất lượng vốn và giá vốn thay đổi theo thời gian để tạo ra sự thay đổi trong giá trị thu hồi vốn của người cho vay, như trong nghiên cứu về gia tốc tài chính.

Reiter, Sven và Weinke (2013) chỉ ra rằng một mô hình với các doanh nghiệp bất đồng nhất và chi phí điều chỉnh vốn cố định tạo ra phản ứng ngược chiều mạnh mẽ trong ngắn hạn của đầu tư đối với chính sách tiền tệ bởi vì khi có điều kiện để điều chỉnh thì đầu tư cực kỳ nhạy cảm với lãi suất trong mô hình của họ. Nhóm tác giả làm giảm mức độ nhạy cảm lãi suất của đầu tư bằng cách sử dụng các ma sát tài chính và chi phí điều chỉnh lỗi để tổng hợp vốn. Koby và Wolf (2020) làm giảm độ nhạy cảm lãi suất bằng cách sử dụng chi phí điều chỉnh lỗi ở cấp độ doanh nghiệp và thấy rằng chi phí cố định tạo ra phản ứng phụ thuộc vào chính sách tiền tệ của ngân hàng nhà nước.

## **2.2 Cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ**

Trước khi thực hiện phân tích định lượng, về mặt lý thuyết, chúng tôi xác định đặc điểm của các kênh mà chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến đầu tư trong mô hình của chúng tôi. Tiểu mục này xác định các nguồn chính của phản ứng không đồng nhất giữa các công ty, điều này thúc đẩy việc hiệu chuẩn của chúng tôi trong Phần hiệu chuẩn mô hình.

### 2.2.1 Các thử nghiệm chính sách tiền tệ

Nhóm tác giả nghiên cứu ảnh hưởng của sự đổi mới bất ngờ đối với quy tắc Taylor  $\varepsilon_t^m$ , theo sau là một sự chuyển đổi dài hạn trở lại trạng thái ổn định. Cách tiếp cận này cho phép tạo ra các kết quả phân tích rõ ràng vì không có sự phân biệt giữa lãi suất thực trước kỳ vọng và lãi suất thực tế dự kiến trước kỳ hạn. Sự lựa chọn đầu tư  $k'$  và vay  $b$  tối ưu thỏa mãn hai điều kiện sau:

$$q_t k' = n + \frac{1}{R_t(z, k', b')} b'$$

$$(q_t - \varepsilon_{Q, k'}(z, k', b')) \frac{Q(z, k', b') b'}{k'} \frac{R_t^{sp}(z, k', b')}{1 - \varepsilon_{R, b'}(z, k', b')} = \frac{1}{R_t} E_t [MRPK_{t+1}(z', k')] \quad (1)$$

$$+ \frac{1}{R_t} \frac{Cov_t(MRPK_{t+1}(z', w', k'), 1 + \lambda_{t+1}(z', n_{t+1}(z', w', k', b')))}{E_t(1 + \lambda_{t+1}(z', n_{t+1}(z', w', k', b')))}$$

$$- \frac{1}{R_t} E_w[v_{t+1}^0(w', k', b')] g_z(z(w', k', b') | z) z_{t+1}(w', k', b')$$

Trong đó:  $R_t$  là lãi suất phi rủi ro thực giữa  $t$  và  $t + 1$ ,  $R_t(z, k', b') = \frac{1}{Q(z, k', b')}$

$\varepsilon_{Q, k'}(z, k', b')$  là độ co giãn của biểu giá trái phiếu với tôn trọng đầu tư,  $k', R_t^{sp}(z, k', b') = R_t(z, k', b') / R_t^{nom}$  là thước đo của khoản vay kế tiếp,  $\varepsilon_{R, b'}(z, k', b')$  là độ co giãn của biểu lãi suất đi vay,  $\lambda_t(z, n)$  là hệ số nhân Lagrange trên ràng buộc không âm đối với cổ tức,  $z(\omega, k, b)$  là ngưỡng vỡ nợ về năng suất (đảo ngược ngưỡng giá trị ròng được định nghĩa trong tiên đề 1),  $v_t^0(w, k, b) \equiv v_t(z_t(w, k, b), n_t(z_t(w, k, b), w, k, b))$  là giá trị công ty đã đánh giá ở ngưỡng vỡ nợ,  $g(z | z)$  là mật độ của  $z$  có điều kiện đối với  $z$ ;

$$z_{t+1}(w', k', b') \equiv \frac{\partial z_{t+1}(w', k', b')}{\partial k'} + \frac{\partial z_{t+1}(w', k', b')}{\partial k'} (q_t - \varepsilon_{Q, k'} \frac{Q_t(z, k', b') b'}{k'} \frac{R(z, k', b')}{1 - \varepsilon_{R, b'}(z, k', b')})$$

(điều kiện (9)) là ràng buộc không ảnh hưởng tiêu cực đối với cổ tức. Kỳ vọng và hiệp phương sai trong biểu thức này chỉ được sử dụng trên các trạng thái trong đó công ty không vỡ nợ.

Chi phí vốn biên là tích số của hai kỳ hạn.

Số hạng đầu tiên,  $q_t - \varepsilon_{Q, k'}(z, k', b') \frac{Q_t(z, k', b') b'}{k'}$  là giá tương đối của hàng hóa đầu vào sản xuất  $q_t$  ròng của lãi suất tiết kiệm do nguồn vốn gia tăng cao hơn  $\varepsilon_{Q, k'}(z, k', b') \frac{Q_t(z, k', b') b'}{k'}$   $q_{t+1}$ . Lãi suất tiết kiệm là kết quả (trong trường hợp tất cả những thứ khác bằng nhau) của vốn tăng lên do kỳ vọng suy giảm về khoản lỗ dự kiến do người

vay không trả được nợ. Số hạng thứ hai trong chi phí vốn biên liên quan đến chi phí đi vay,  $\frac{R_t^{sp}(z,k',b')}{1-\varepsilon_{R,b'}(z,k',b')}$ .

Chênh lệch lãi suất cao hơn hoặc độ dốc cao hơn của đường chênh lệch lãi suất cho vay và lãi suất tiết kiệm dẫn đến chi phí vay cao hơn. Lợi ích cận biên của vốn là tổng của ba kỳ hạn. Kỳ đầu tiên,  $\frac{1}{R_t} E_t[MRPK_{t+1}(z',k')]$  là tỷ suất sinh lợi kỳ vọng của vốn được chiết khấu bởi lãi suất thực. Kỳ thứ hai:  $\frac{1}{R_t} \frac{Cov_t(MRPK_{t+1}(z',k',w'), 1+\lambda_{t+1}(z',w',k',b'))}{E_t[1+\lambda_{t+1}(z',w',k',b')]}$  xác định hiệp phương sai của lợi tức vốn với giá trị nguồn lực của công ty. Kỳ thứ ba nắm bắt cách đầu tư bổ sung ảnh hưởng đến xác suất vỡ nợ của công ty và ảnh hưởng đến giá trị của công ty.

### 2.2.2. Công ty rủi ro và công ty phi rủi ro

Sự khác biệt chính giữa công ty có rủi ro và không có rủi ro là cách chính sách tiền tệ dịch chuyển đường chi phí cận biên. Đối với công ty phi rủi ro, đường cong dịch chuyển lên do giá tương đối của vốn  $q_{t+1}$  tăng lên, nhưng bây giờ có hai tác động bổ sung. Thứ nhất, chính sách tiền tệ làm tăng giá trị ròng  $n$ , làm giảm số tiền công ty cần vay để tài trợ cho bất kỳ mức đầu tư nào và do đó mở rộng vùng bằng phẳng của đường chi phí cận biên. Sự gia tăng giá trị ròng có thể được phân tách theo:

$$\frac{\partial \log n}{\partial \varepsilon_t^m} = \frac{1}{1-\nu-\theta} \left( \frac{\partial \log p_t}{\partial \varepsilon_t^m} - \frac{\partial \log w_t}{\partial \varepsilon_t^m} \right) \frac{\varepsilon_t(z,wk)}{n} + \frac{\partial \log q_t}{\partial \varepsilon_t^m} \frac{q_t(1-\delta)wk}{n} + \frac{\partial \log \Pi_t b/\Pi_t}{\partial \varepsilon_t^m} \frac{b}{n}$$

Trong đó  $t_t(z,wk) = \max_t p_t z(wk)^\theta l^w - w_t l$ .

Biểu thức trên này có ba cách mà chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến dòng tiền. Thứ nhất, chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến doanh thu vãng lai bằng cách thay đổi giá tương đối của sản lượng  $p_t$  ròng của chi phí lao động thực tế  $w_t$ . Thứ hai, chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến giá trị của nguồn vốn rủi ro của các công ty bằng cách thay đổi giá tương đối của vốn  $q_t$ . Cuối cùng, chính sách tiền tệ thay đổi giá trị thực của nợ danh nghĩa thông qua lạm phát  $\Pi_t$ .

Sự khác biệt quan trọng thứ hai về cách chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến đường cong chi phí cận biên của công ty rủi ro là nó làm phẳng khu vực dốc lên, phản ánh chênh lệch tín dụng giảm. Gợi ý rằng, trong trường hợp vỡ nợ, người cho vay thu hồi trên mỗi đơn vị nợ  $\alpha q_{t+1} w_{jt+1} k_{jt+1}$ ; vì cú sốc làm tăng giá tương đối của vốn  $q_{t+1}$ , nó cũng làm tăng tỷ lệ thu hồi, làm giảm chênh lệch tín dụng. Kênh này gợi nhớ đến “công cụ gia tốc tài chính” trong Bernanke, Gertler và Gilchrist (1999). Chính sách tiền tệ cũng làm giảm xác suất vỡ nợ, nhưng tác động này về mặt định lượng là rất nhỏ trong quá trình hiệu chuẩn

của chúng tôi. Việc công ty có rủi ro phản ứng nhanh hơn hay ít hơn so với công ty không có rủi ro phụ thuộc cốt yếu vào quy mô của hai sự dịch chuyển này trong đường chi phí cận biên. Về mặt lý thuyết, chúng có thể đủ lớn hoặc không đủ để khiến công ty rủi ro phản ứng nhanh hơn với chính sách tiền tệ so với công ty phi rủi ro. Mức đầu tư được xác định bởi điểm mà tại đó đường cong này giao với vùng dốc lên của đường chi phí cận biên. Do đó, các chuyển động trong đường chi phí cận biên có tác động mạnh hơn đến cách đầu tư phản ứng với các cú sốc chính sách tiền tệ, làm tăng sức mạnh của kênh tăng tốc tài chính được mô tả ở trên.

Jeenas (2019) phát triển một mô hình trong đó các công ty phải đối mặt với các ràng buộc về tài sản thế chấp và chi phí phát hành nợ cố định nhưng có thể tích lũy tài sản tài chính thanh khoản. Mô hình này ngụ ý rằng các công ty phải đối mặt với hai đường cong chi phí cận biên gấp khúc để tài trợ đầu tư: một đường tương ứng với việc sử dụng tài sản lưu động (bằng phẳng cho đến khi tài sản này cạn kiệt, và sau đó trở thành đường thẳng đứng) và đường khác tương ứng với khoản vay mới (bằng phẳng - ở mức cao hơn đòn bẩy do chênh lệch ngoại sinh trong chi phí đi vay - cho đến khi các công ty đạt được ràng buộc về tài sản thế chấp). Đầu tư tối ưu được xác định bởi sự kết hợp của hai đường chi phí cận biên mà các công ty sử dụng khi tài trợ cho khoản đầu tư của họ. Nhiều công ty không thấy đáng giá để phát hành nợ mới, do đó nguồn tài chính đầu tư cận biên của họ là tài sản lưu động. Do đó, các công ty có nhiều tài sản lưu động hơn có vùng bằng phẳng lớn hơn của đường cong chi phí tài sản lưu động và phản ứng nhanh hơn với chính sách tiền tệ. (2018) cho rằng các doanh nghiệp trẻ phản ứng nhanh hơn với các cú sốc tiền tệ ở Hoa Kỳ và Vương quốc Anh. Tuổi doanh nghiệp không thúc đẩy kết quả thực nghiệm của chúng tôi, tuy nhiên, người ta có thể giải thích những phát hiện của họ thông qua lăng kính của mô hình của chúng tôi. Một cách giải thích có thể xảy ra là các doanh nghiệp trẻ phải đối mặt với đường cong chi phí cận biên dốc hơn so với các doanh nghiệp cũ, nhưng đường chi phí cận biên của các doanh nghiệp trẻ cũng nhạy cảm hơn với chính sách tiền tệ. Một cách giải thích khác là các đường cong lợi ích cận biên của các doanh nghiệp trẻ tự phản ứng nhanh hơn với chính sách tiền tệ, chẳng hạn nếu nhu cầu sản phẩm của họ nhạy cảm hơn theo chu kỳ.

*H4: Tồn tại chính sách tiền tệ tối ưu trong các bối cảnh vĩ mô cụ thể.*

### **3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu**

#### **3.1. Dữ liệu nghiên cứu**

Phần này mô tả các biến ở cấp độ công ty được sử dụng trong phân tích thực nghiệm của bài báo, dựa trên dữ liệu Bloomberg hàng quý. Định nghĩa các biến và lựa chọn mẫu tuân theo các tiêu chuẩn trong các bài nghiên cứu trước đây (Whited, 1992; Gomes, 2001;

Eisfeldt và Rampini, 2006; Clementi và Palazzo, 2019).

Nhóm tác giả thu thập dữ kiện tài chính của 745 công ty niêm yết trên hai sàn chứng khoán HNX và HOSE từ quý 1 năm 2001 đến quý 4 năm 2019. Dữ kiện được thu thập theo quý và tổng cộng có 27.560 quan sát theo công ty qua mỗi thời kì quan sát. Đồng thời chúng tôi cũng loại bỏ những công ty tài chính ra ngoài mẫu do sự khác biệt về cấu trúc vốn và đặc tính so với đa phần các công ty trong mẫu.

Thống kê tóm tắt các cú sốc chính sách tiền tệ giai đoạn 1/1/2000 đến 31/12/2020. Các cú sốc xuất hiện "tần suất cao" được ước tính bằng cách sử dụng nghiên cứu sự kiện. Những cú sốc "được làm mượt" được tổng hợp thành tần suất hàng quý bằng cách sử dụng mức trung bình có trọng số.

### Mô tả dữ liệu

Mẫu của chúng tôi kết hợp các cú sốc chính sách tiền tệ với dữ liệu về tỷ giá hối đoái, trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm, lãi suất điều hành, lãi suất bán lẻ hằng ngày và dữ liệu về lạm phát hàng quý. Các cú sốc về chính sách tiền tệ được chúng tôi đo lường các cú sốc tiền tệ bằng cách sử dụng dữ liệu tần suất cao, phương pháp tiếp cận nghiên cứu thông qua sự kiện do Cook và Hahn (1989). Mô phỏng phương pháp Gurkaynak, Sack và Swan (2005) và Gorodnichenko và Weber (2016), chúng tôi tạo ra cú sốc của mình  $\varepsilon_t^m = \tau_t * (ffr_{t+\Delta+} - ffr_{t-\Delta-})$ .

Trong đó  $t$  là thời điểm công bố chính sách tiền tệ,  $ffr_t$  là tỷ lệ cấp vốn của Ngân hàng Nhà nước tại thời điểm  $t$ ,  $\Delta+$  và  $\Delta-$  kiểm soát độ rộng của khoảng thời gian xung quanh thông báo,  $\tau_t = \frac{\tau_m^n(t)}{\tau_m^n(t) - \tau_m^d(t)}$  là sự điều chỉnh về thời gian thông báo trong tháng.

Chúng tôi tập trung vào khoảng thời gian  $\Delta- =$  mười lăm phút trước khi thông báo và  $\Delta+ =$  bốn mươi lăm phút sau khi thông báo. Chuỗi cú sốc của chúng tôi bắt đầu vào tháng 1 năm 2001 và kết thúc vào tháng 12 năm 2020, để tập trung vào chính sách tiền tệ thông thường. Trong thời gian này, đã có 164 cú sốc với giá trị trung bình xấp xỉ 0 và độ lệch chuẩn là 9bp. Thời gian chúng tôi tổng hợp các cú sốc tần số cao với tần suất hàng quý để hợp nhất chúng với dữ liệu cấp công ty của chúng tôi. Chúng tôi xây dựng đường trung bình động của các cú sốc thô được tính theo số ngày trong quý sau khi cú sốc xảy ra. Chiến lược tổng hợp thời gian của chúng tôi đảm bảo rằng chúng tôi cân nhắc các cú sốc bằng khoảng thời gian mà các công ty phải phản ứng với chúng. Việc lựa chọn khung thời gian theo quý sẽ giúp quan sát tốt hơn các cú sốc chính sách tiền tệ và cách phản ứng của doanh nghiệp với các cú sốc bao gồm quá trình hấp thụ cú sốc và phản ứng đầu tư với các cú sốc (Jeenas (2019)).

### 3.2. Xây dựng biến và mô hình hồi quy

#### 3.2.1. Xây dựng biến

1. Đầu tư: được định nghĩa là  $\Delta \log(k_{jt}rT + 1)$  trong đó biểu thị vốn dự trữ của công ty  $j$  vào cuối thời kỳ  $t$ .

2. Đòn bẩy: được định nghĩa là tỷ lệ giữa tổng nợ với tổng tài sản.

3. Đòn bẩy ròng: được định nghĩa là tỷ lệ tổng nợ trừ tài sản lưu động ròng vào tổng tài sản.

4. Khoảng cách vỡ nợ: Theo Merton (1974) và Gilchrist và Zakrajšek (2012), chúng tôi định nghĩa biến này là  $dd \equiv \frac{\log(V/D) + (\mu_V - 0.5\sigma_V^2)}{\sigma_V}$ .

Trong đó:  $V$  biểu thị tổng giá trị của công ty,  $\mu_V$  lợi nhuận kỳ vọng hàng năm đối với  $V$ ,  $\sigma_V$  sự biến động hàng năm của giá trị công ty và nợ của công ty  $D$ . Để ước tính giá trị  $V$  của công ty, chúng tôi thực hiện theo một quy trình lặp lại, dựa trên Gilchrist và Zakrajšek (2012) và Blanco và Navarro (2017):

- i. Đặt giá trị ban đầu cho giá trị công ty bằng tổng nợ của công ty và vốn chủ sở hữu,  $V = E + D$ , trong đó  $E$  được đo bằng giá cổ phiếu của công ty nhân với số lượng cổ phiếu.
- ii. Ước tính giá trị trung bình và phương sai của lợi nhuận trên giá trị công ty trong thời hạn di chuyển 250 ngày.
- iii. Nhận ước tính mới về  $V$  cho mỗi ngày trong khoảng thời gian 250 ngày di chuyển từ khung định giá quyền chọn Black-Scholes-Merton  $E = V\phi(\delta_1) - e^{-rT}D\phi(\delta_2)$ , trong đó:

$\delta_1 \equiv \frac{\log(V/D) + (\mu_V - 0.5\sigma_V^2)}{\sigma_V\sqrt{T}}$  và  $\delta_2 \equiv \delta_1 - \sigma_V\sqrt{T}$  với  $r$  là hằng số hàng ngày trong một năm đáo hạn-lợi tức trái phiếu kho bạc Nhà nước.

- iv. Lặp lại các bước [ii.] Và [iii.] cho đến khi giá trị hội tụ.

Với cách xác định vỡ nợ theo mô hình KMV- Merton thì biến giả đại diện cho khả năng vỡ nợ bằng 1 nếu năm quan sát  $t$  công ty  $i$  có  $N(-d_2) \geq 0,5$ , được xem là có xảy ra vỡ nợ; ngược lại được xem là không xảy ra vỡ nợ, nhận giá trị bằng 0. Cụ thể: Biến  $DD=1$ , nếu công ty  $i$  xảy ra vỡ nợ ở năm  $t$  ( $N(-d_2) \geq 0,5$ ). Các biến số dùng để tính toán xác định vỡ nợ theo mô hình KMV- Merton được mô tả ở bảng dưới.

Biến số	Cách tính toán
Tỷ suất sinh lợi hàng ngày của chứng khoán	$\ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$
Giá trị thị trường của vốn cổ phần	Giá cổ phiếu*số lượng cổ phiếu lưu hành
Giá trị thị trường của tài sản	Giá trị thị trường của tổng tài sản
Giá trị sổ sách của nợ	Nợ ngắn hạn +0.5*nợ dài hạn
Lãi suất phi rủi ro	Lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 3 năm
Độ lệch chuẩn	Độ lệch chuẩn chuỗi tỷ suất sinh lợi hàng ngày của chứng khoán giao dịch trong năm

5. Tăng trưởng doanh số bán hàng thực: đo lường bằng chênh lệch doanh số bán hàng qua hai kỳ quan sát liên tiếp.

6. Quy mô: được đo bằng logarit tự nhiên giá trị sổ sách của tổng tài sản.

7. Khả năng thanh toán: được định nghĩa là tỷ lệ giữa tiền mặt và các khoản đầu tư ngắn hạn trên tổng tài sản.

8. Dòng tiền: được đo bằng EBIT chia cho vốn cổ phần.

9. Đối tượng chi trả cổ tức: được định nghĩa là một biến giả nhận giá trị bằng một trong các quan sát quý của công ty nếu công ty trả cổ tức tiền mặt trong kỳ quan sát.

10. Biến giả ngành.

11. Phân loại đòn bẩy công ty: biến giả nhận giá trị bằng 1 nếu công ty có đòn bẩy cao (nằm ở vùng giá trị phân vị thứ 3 và thứ 4 của đòn bẩy ngành).

12. Tuổi công ty: Nhóm tác giả lấy năm tại kỳ quan sát trừ cho năm tại thời điểm thành lập doanh nghiệp (Nguồn: Thomson Reuters). Trong đó, nếu số năm từ 1-3 năm là doanh nghiệp “trẻ”, từ 4 cho đến 10 năm là doanh nghiệp “trung niên” và trên 10 năm là doanh nghiệp “già” (theo Cloyne và cộng sự, (2018)).

### 3.2.2. Mô hình hồi quy

Kế thừa từ mô hình hồi quy của Cloyne và cộng sự, (2018) và Jeenas (2019)

$$\log k_{jt+h} - \log k_{jt} = \alpha_{jh} + \alpha_{sth} + \beta_{1h}(x_{jt-1} - E_j[x_{jt}])\varepsilon_t^m + \beta_{2h}(y_{jt-1} - E_j[y_{jt}])\varepsilon_t^m + I_h Z_{jt-1} + e_{jth}$$



Bộ thông số đầu tiên chi phối các cú sốc theo đặc điểm doanh nghiệp ( $\rho$ ,  $\sigma$  và  $\sigma\omega$ ), bộ thứ hai chi phối các ma sát với tài chính bên ngoài ( $\xi$  và  $\alpha$ ), và tập hợp thứ ba chi phối vòng đời công ty ( $m$ ,  $k_0$  và  $\pi d$ ).

Trong đó  $Z$  bao gồm các biến đã được liệt kê ở mục 3.4.1.

$$\Delta \log k_{jt+1} = \alpha_j + \alpha_{st} + \beta(x_{jt-1} - E_j[x_{jt}])\varepsilon_t^m + IZ_{jt-1} + e_{jt}$$

Trong đó  $\alpha_j$  là tác động cố định  $j$ ,  $\alpha_{st}$  là ảnh hưởng cố định của ngành tính theo quý  $t$ ,  $\varepsilon_t^m$  là cú sốc chính sách tiền tệ hàng quý,  $x_{jt} \in \{l_{jt}, dd_{jt}\}$  là tỷ lệ đòn bẩy hoặc khoảng cách đến mức vỡ nợ của công ty,  $E_j[x_{jt}]$  là giá trị trung bình của  $x_{jt}$  đối với một công ty nhất định trong mẫu,  $Z_{jt-1}$  là vectơ của kiểm soát và  $e_{jt}$  là phần dư. Hệ số quan tâm chính của chúng tôi là  $\beta$ , hệ số này đo lường cách hệ số bán co giãn của đầu tư  $\Delta \log k_{jt+1}$  đối với các cú sốc tiền tệ  $\varepsilon_t^m$  phụ thuộc vào sự thay đổi trong nội bộ doanh nghiệp về tình hình tài chính  $x_{jt} - E_j[x_{jt}]$ .

## 4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

### 4.1. Phản ứng của các công ty với chính sách tiền tệ

#### 4.1.1. Phản ứng tổng quát của doanh nghiệp với chính sách tiền tệ

Chúng tôi ước tính các biến thể của thông số hồi quy thực nghiệm hồi quy cơ sở:

$$\Delta \log k_{jt+1} = \alpha_j + \alpha_{st} + \beta(x_{jt-1} - E_j[x_{jt}])\varepsilon_t^m + IZ_{jt-1} + e_{jt}$$

Trong đó  $\alpha_j$  là tác động cố định  $j$ ,  $\alpha_{st}$  là ảnh hưởng cố định của ngành tính theo quý  $t$ ,  $\varepsilon_t^m$  là cú sốc chính sách tiền tệ hàng quý,  $x_{jt} \in \{l_{jt}, dd_{jt}\}$  là tỷ lệ đòn bẩy hoặc khoảng cách đến mức vỡ nợ của công ty,  $E_j[x_{jt}]$  là giá trị trung bình của  $x_{jt}$  đối với một công ty nhất định trong mẫu,  $Z_{jt-1}$  là vectơ của kiểm soát và  $e_{jt}$  là phần dư. Hệ số quan tâm chính của chúng tôi là  $\beta$ , hệ số này đo lường cách hệ số bán co giãn của đầu tư  $\Delta \log k_{jt+1}$  đối với các cú sốc tiền tệ  $\varepsilon_t^m$  phụ thuộc vào sự thay đổi trong nội bộ doanh nghiệp về tình hình tài chính  $x_{jt} - E_j[x_{jt}]$ . Chúng tôi không ước tính hồi quy với xếp hạng tín dụng  $x_{jt} = cr_{jt}$  vì sự thay đổi trong nội bộ công ty trong xếp hạng tín dụng bị hạn chế. Xuyên suốt, chúng tôi phân cụm các phần dư sai số theo hai cách để giải thích mối tương quan trong công ty và trong các quý. Tác động cố định  $\alpha_j$  ghi lại sự khác biệt vĩnh viễn trong hành vi đầu tư giữa các công ty và Các tác động cố định theo ngành theo từng quý ghi nhận sự khác biệt về cách các lĩnh vực chịu tác động của các cú sốc tổng hợp. Véc tơ  $Z_{jt-1}$  bao gồm mức độ của tình hình tài chính  $x_{jt-1}$ , tổng tài sản, tăng trưởng doanh số bán hàng, tài sản hiện tại như một phần của tổng tài sản và giá quý tài chính. Véc tơ  $Z_{jt-1}$

cũng bao gồm sự tương tác của tình hình tài chính với tăng trưởng GDP của quý trước để kiểm soát sự khác biệt về độ nhạy cảm theo chu kỳ giữa các công ty.

Phần này cho thấy rằng việc sử dụng sự thay đổi trong nguồn nội bộ tài chính công ty với cú sốc tiền tệ  $x_{jt-1} - E_j[dd_{jt-1}] \varepsilon_t^m$  đảm bảo kết quả của chúng tôi không bị chi phối bởi sự không đồng nhất vĩnh viễn trong phản ứng chính sách tiền tệ giữa các công ty. Ngược lại, các công ty trong dữ liệu có thể không đồng nhất về cách họ phản ứng với chính sách tiền tệ theo tình hình tài chính của họ  $x_{jt}$ . Ví dụ, các công ty trong các thị trường rủi ro có thể phải chịu nhiều biến động về lãi suất hơn và cũng có nhiều khả năng vỡ nợ hơn. Nếu thay vào đó chúng tôi đã tương tác mức độ tài chính với cú sốc tiền tệ  $[x_{jt}] \varepsilon_t^m$ , sau đó kết quả của chúng tôi sẽ được xác định một phần bởi sự khác biệt vĩnh viễn về phản ứng chính sách. Bằng cách đánh giá vị thế tài chính trong các công ty,  $x_{jt-1} - E_j[x_{jt}] \varepsilon_t^m$ , ước tính của chúng tôi là được thúc đẩy thông qua một công ty xác định phản ứng với chính sách tiền tệ khi có rủi ro vỡ nợ cao hơn hoặc thấp hơn bình thường.

**Bảng 4. 1 Phản ứng của doanh nghiệp với các cú sốc tiền tệ**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Leverage</i>	-0.59**	-0.47**		-0.36	-0.24
$\times ffr\ shock$	(0.39)	(0.47)		(0.25)	(0.62)
<i>dd</i> $\times ffr\ shock$			1.04***	1.51**	1.21**
<i>ffr shock</i>			(0.45)	(0.51)	(0.52)
					2.04***
					(0.15)
Observations	27850	21940	25102	25102	21975
$R^2$	0.153	0.224	0.241	0.242	0.151
Firm controls	No	Yes	Yes	Yes	Yes
Time sector FE	Yes	Yes	Yes	Yes	No
Time clustering	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

*Lưu ý: kết quả từ ước tính  $\Delta \log k_{jt+1} = \alpha_j + \alpha_{sq} + \gamma \varepsilon_t^m + \beta(x_{jt-1} - E_j[x_{jt}]) \varepsilon_t^m + I_1 Z_{jt-1} + I_2 Y_{t-1} + e_{jt}$ , trong đó  $\alpha_j$  là hiệu ứng cố định chắc chắn,  $\alpha_{sq}$  là hiệu ứng cố định theo từng phần tư,  $x_{jt} \in \{l_{jt}, dd_{jt}\}$  là đòn bẩy hoặc khoảng cách để vỡ nợ,  $E_j[x_{jt}]$  là giá trị trung bình của  $x_{jt}$  đối với hãng  $j$  trong mẫu,  $\varepsilon_t^m$  là cú sốc tiền tệ và  $Z_{jt-1}$  là vector kiểm soát cấp công ty chứa  $x_{jt-1}$ , tăng trưởng doanh số bán hàng, quy mô, tài sản lưu động trên tổng tài sản, một chỉ số cho quý tài chính và sự tương tác của tình hình tài chính bị suy giảm với tăng trưởng GDP. Sai số tiêu chuẩn được phân nhóm theo hai chiều theo công ty và theo quý.*

Kết quả: Bảng 4.1 báo cáo kết quả từ việc ước tính thông số cơ sở (2). Chúng tôi thực hiện hai phép chuẩn hóa để làm cho hệ số ước lượng  $\beta$  có thể diễn giải dễ dàng. Đầu tiên, chúng tôi chuẩn hóa ljt đòn bẩy của công ty  $l_{jt} - E_j[l_{jt}]$  và khoảng cách đến  $dd_{jt}$  vỡ nợ  $dd_{jt} - E_j[dd_{jt}]$  trên toàn bộ mẫu, vì vậy đơn vị của chúng là độ lệch chuẩn đòn bẩy trong

mẫu. Thứ hai, chúng tôi chuẩn hóa dấu hiệu của cú sốc tiền tệ  $\varepsilon_t^m$  với việc đặt một giá trị dương tương ứng với một phần lãi suất điều hành. Ba cột đầu tiên trong Bảng 4.1 cho thấy rằng các công ty có đòn bẩy tài chính thấp hơn và khoảng cách đến mức vỡ nợ cao hơn sẽ phản ứng nhanh hơn với các cú sốc tiền tệ  $\varepsilon_t^m$ . Cột (1) ngụ ý rằng một công ty có khoảng 0,7 đơn vị độ bán co giãn của đầu tư so với chính sách tiền tệ thấp hơn khi nó mắc nợ hơn một độ lệch chuẩn so với mức thường thấy trong mẫu của chúng tôi. Việc thêm các kiểm soát cấp công ty  $Z_{jt-1}$  trong Cột (2) không làm thay đổi đáng kể ước tính điểm này; do đó, chúng tôi tập trung vào thông số hồi quy với các điều khiển cấp công ty  $Z_{jt-1}$ . Cột (3) cho thấy rằng một công ty có độ bán co giãn cao hơn khoảng 1,1 đơn vị khi nó lệch chuẩn hơn một độ lệch chuẩn so với thông thường. Cột (4) cho thấy rằng đòn bẩy được hiển thị có điều kiện không đáng kể về mặt thống kê theo khoảng cách vỡ nợ, cho thấy rằng kết quả chủ yếu được định hướng bởi khoảng cách vỡ nợ, mà chúng tôi coi là thước đo trực tiếp nhất của chúng tôi về rủi ro vỡ nợ. Cột (5) loại bỏ các tác động cố định theo từng ngành để ước tính giá trị trung bình ảnh hưởng của một cú sốc tiền tệ:

$$\Delta \log k_{jt+1} = \alpha_j + \alpha_{sq} + \gamma \varepsilon_t^m + \beta(x_{jt-1} - E_j[x_{jt}])\varepsilon_t^m + I_1 Z_{jt-1} + I_2 Y_{t-1} + e_{jt}$$

Trong đó  $\alpha$  là một khu vực theo quý q tác động cố định theo mùa và  $Y_t$  là một vector có độ trễ bốn thời kỳ là Tăng trưởng GDP, tỷ lệ lạm phát và tỷ lệ thất nghiệp. Đầu tư trung bình bán độ đàn hồi là khoảng 2. Do đó, hệ số tương tác của chúng tôi trong các cột trước đó ngụ ý Giả sử tỷ lệ khấu hao hàng năm là  $\delta = 0,1$ , hệ số ước tính này ngụ ý rằng độ biến động một phần trăm.

#### 4.1.2. Phản ứng không đồng nhất của doanh nghiệp với các cú sốc chính sách tiền tệ

Bây giờ chúng tôi phân tích định lượng tác động của một cú sốc chính sách tiền tệ  $\varepsilon_t^m$ . Phần 4.1.2 bắt đầu phân tích bằng cách tính toán các phản ứng xung tổng hợp đối với một cú sốc mở rộng trong mô hình đã hiệu chỉnh của chúng tôi. Phần 4.2.2. sau đó nghiên cứu các tác động không đồng nhất của chính sách tiền tệ giữa các công ty, các công ty có rủi ro vỡ nợ cao ít phản ứng với chính sách tiền tệ hơn. Cú sốc làm giảm lãi suất danh nghĩa và do giá cả ổn định nên cũng làm giảm lãi suất thực. Lãi suất thực tế thấp hơn kích thích nhu cầu đầu tư bằng cách loại bỏ lợi ích cận biên của đầu tư. Nó cũng kích thích nhu cầu tiêu dùng từ hộ gia đình do sự thay thế tiêu chuẩn giữa các ngành. Tổng cầu hàng hóa càng cao sẽ làm thay đổi các mức giá khác trong nền kinh tế, làm dịch chuyển thêm đường cong lợi ích biên và chi phí cận biên cho đầu tư. Nhìn chung, đầu tư tăng khoảng 1,4%, tiêu thụ tăng 0,4% và sản lượng tăng 0,5%. Những cường độ này nhìn chung phù hợp với tác động đỉnh điểm của các cú sốc chính sách tiền tệ được ước tính trong Christiano, Eichenbaum và Evans (2005); đối với một sự thay đổi có quy mô tương tự trong lãi suất danh nghĩa, họ thấy rằng đầu tư tăng khoảng 1%, tiêu dùng tăng 0,2% và sản lượng tăng 0,5%.

Hệ số hồi quy ngụ ý theo mô hình để so sánh trực tiếp mô hình của chúng tôi với dữ liệu, chúng tôi mô phỏng một nhóm các công ty phản ứng với cú sốc tiền tệ và ước tính đặc điểm thực nghiệm của chúng tôi (2) trên dữ liệu mô phỏng:

$$\Delta \log k_{jt+1} = \alpha_j + \alpha_{sq} + \gamma \varepsilon_t^m + \beta(x_{jt-1} - E_j[x_{jt}])\varepsilon_t^m + I_1 Z_{jt-1} + I_2 Y_{t-1} + e_{jt}.$$

Chúng tôi tính đến việc lựa chọn mẫu bằng cách điều chỉnh các công ty đã tồn tại ít nhất bảy năm, khoảng thời gian trung bình để IPO được báo cáo trong Wilmer (2017). Phần này cho thấy rằng hành vi của các công ty công của mô hình so với các công ty tư nhân so sánh khá tốt với dữ liệu theo các khía cạnh nhất định. Chúng tôi giả định rằng các cú sốc tần số cao mà chúng tôi đo được trong dữ liệu là những đổi mới đối với quy tắc Taylor trong mô hình. Chúng tôi ước tính các hồi quy bằng cách sử dụng dữ liệu từ một năm trước cú sốc đến mười quý sau cú sốc. Chúng tôi ước tính thực nghiệm bằng cách sử dụng đòn bẩy ljt làm thước đo tình hình tài chính xjt vì mối quan hệ tuyến tính giữa đòn bẩy và giá trị ròng của các công ty chỉ vỡ nợ khi giá trị nợ ròng giảm xuống dưới mức trung bình ngành.

#### 4.2. Đặc tính doanh nghiệp và phản ứng chính sách tiền tệ

**Bảng 4.2** Đặc tính doanh nghiệp, đòn bẩy và cú sốc tiền tệ

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
leverage × ffr shock	-0.48** (0.17)		-0.57 (0.29)		-0.47** (0.29)		-0.60** (0.27)
dd × ffr shock		1.04*** (0.31)		1.08*** (0.32)		1.07*** (0.41)	
sales growth × ffr shock	-0.18 (0.34)	0.04* (0.46)	-0.34* (0.32)				
future sales growth × ffr shock				0.63 (0.44)			
size × ffr shock					0.29* (0.39)	0.55* (0.45)	
liquidity × ffr shock							-0.35* (0.49)
Observations	21940	25102	20864	24473	21940	25102	21927
R <sup>2</sup>	0.124	0.141	0.128	0.144	0.124	0.141	0.126
Firm controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Time sector FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Time clustering	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

Ghi chú: kết quả từ việc ước tính các biến thể của đặc điểm hồi quy cơ sở  $\Delta \log k_{jt+h} = \alpha_{jh} + \alpha_{sth} + \beta_y(x_{jt-1} - E_j[x_{jt}])\varepsilon_t^m + \beta_z z_{jt-1} \varepsilon_t^m + I_h z_{jt-1} + e_{jth}$  trong đó  $Z_{jt-1}$  là tăng trưởng doanh số bán hàng của công ty, tăng trưởng doanh số bán hàng trong tương lai, quy mô hoặc tính thanh khoản và tất cả các biến khác được xác định trong bài nghiên cứu hoặc ghi chú của Bảng 4.5, ngoại trừ  $Z_{jt-1}$  cũng bao gồm biến  $z_{jt-1}$ .

Bảng hồi quy trên cho thấy ước tính điểm của biến động đòn bẩy tương tự như ước tính khoảng cách vỡ nợ, mặc dù sai số tiêu chuẩn lớn hơn do mối tương quan giữa đòn bẩy và thanh khoản. Bằng chứng cho thấy động lực của khoảng cách đến vỡ nợ là tích cực mạnh mẽ và đáng kể, như trong bài nghiên cứu. Trong trường hợp đó, động lực của khả năng thanh khoản luôn không có ý nghĩa thống kê, cho thấy rủi ro vỡ nợ là nguyên nhân chính dẫn đến các phản ứng không đồng nhất giữa các công ty khi sử dụng biến thể nội bộ công ty.

### 4.3 Tác động của chính sách tiền tệ đến doanh nghiệp

Tiểu mục này giải thích các lựa chọn trong đặc điểm hồi quy thực nghiệm cơ sở của chúng tôi. Nhóm tác giả làm rõ loại sự không đồng nhất của tác động chính sách tiền tệ mà thông số mô hình của chúng tôi kiểm soát bằng cách chỉ sử dụng sự thay đổi trong nội bộ công ty về tình hình tài chính. Nhóm tác giả cho thấy rằng kết quả của chúng tôi mạnh mẽ về mặt ý nghĩa kinh tế, nhưng yếu hơn về mặt định lượng, nếu chúng tôi không kiểm soát sự khác biệt về độ nhạy theo chu kỳ nền kinh tế.

#### Tác động của chính sách tiền tệ đến doanh nghiệp dưới sự kiểm soát của yếu tố vĩ mô

Nhóm tác giả thảo luận về cách công cụ ước tính của chúng tôi kiểm soát sự không đồng nhất trong khả năng tác động của chính sách tiền tệ bằng một ví dụ đơn giản:  $y_{jt} = \alpha_j + \lambda_t + \beta_j \varepsilon_t + \gamma x_{jt} \varepsilon_t + e_{jt}$ .

Trong đó  $y_{jt}$  là kết quả quan tâm,  $\varepsilon_t$  là một cú sốc tổng hợp,  $x_{jt}$  là một đặc tính chắc chắn,  $\beta_j = bE_j[x_{jt}]$  là một đặc tính cố định kiểm soát khả năng đáp ứng của  $y_{jt}$  đối với  $\varepsilon_t$  và  $e_{jt}$  là một thuật ngữ lỗi ngoại sinh. Trong bài nghiên cứu, kết quả của lãi suất  $y_{jt}$  là đầu tư, đặc điểm của công ty  $x_{jt}$  là tình hình tài chính, và cú sốc tổng hợp  $\varepsilon_t$  là tiền tệ chính sách sốc. Giả thiết  $\beta_j = bE_j[x_{jt}]$  ngụ ý rằng giá trị trung bình của công ty vị thế tài chính tỷ lệ thuận với sự không đồng nhất vĩnh viễn trong khả năng phản ứng của công ty với chính sách tiền tệ  $\beta_j$ . Các hệ số quan tâm được ước tính là  $\gamma$  đo lường sự thay đổi của đặc tính  $x_{jt}$  ảnh hưởng đến phản ứng của  $y_{jt}$  đối với cú sốc tổng hợp  $\varepsilon_t$ . Chúng tôi giả định rằng cú sốc tổng hợp  $\varepsilon_t$  là ngoại sinh và tương đồng với toàn bộ mẫu của  $x_{jt}$  mà chúng tôi ký hiệu là  $\mathbf{x}$ .

Công cụ ước tính tác động cố định nội bộ điển hình sẽ bị sai lệch do một biến bị vắn đề đa cộng tuyến. Nó ước tính mô hình sai số phần dư  $\overline{y_{jt}} = g x_{jt} \varepsilon_t + v_{jt}$ . Phần dư  $v_{jt}$  bao gồm  $b_j \overline{x_{jt}} \varepsilon_t$  tương quan với  $x_{jt} \varepsilon_t$  trong tương quan chéo của các công ty. Do đó, ước lượng của  $g$  sẽ không hội tụ với hệ số quan tâm  $\gamma$ . Trục quan, một giá trị cao của  $x_{jt}$  trong tương quan chéo có thể ảnh hưởng đến cách doanh nghiệp phản ứng với cú sốc tổng

hợp thông qua hệ số quan tâm  $\gamma$  hoặc thông qua khả năng phản ứng  $b_j \overline{x_{jt}}$ . Công cụ ước lượng của chúng tôi giải quyết vấn đề biến bị đa cộng tuyến bằng cách làm cho biến hồi quy trực giao đối với các điều khoản bị đa cộng tuyến.

Ví dụ đơn giản này làm rõ rằng công cụ ước tính hiệu ứng cố định tiêu chuẩn sẽ mang lại ước tính chệch về hệ số quan tâm  $\gamma$  nếu có sự khác biệt vĩnh viễn về cách các công ty phản ứng với cú sốc tổng hợp  $\varepsilon_t$ . Bảng 4.3 cho thấy đây là trường hợp trong ứng dụng của chúng tôi; ước tính thông số hồi quy tiêu chuẩn.

$$\Delta \log k_{jt+1} = \alpha_j + \alpha_{st} + \beta x_{jt-1} \varepsilon_t^m + IZ_{jt-1} + e_{jt}.$$

**Bảng 4.3 Tác động của chính sách tiền tệ đến đầu tư của doanh nghiệp dưới sự kiểm soát của các yếu tố vĩ mô**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
leverage $\times$ ffr shock	-1.05*** (0.52)	-0.50*** (0.39)			-0.89*** (0.39)	-0.70* (0.41)	-0.75 (0.45)
$1\{\text{cr}_{jt} \geq A\} \times$ ffr shock			1.54 (1.36)		1.46 (1.39)		
dd $\times$ ffr shock				0.81* (0.52)		0.63 (0.56)	0.61 (0.44)
ffr shock							2.58*** (0.69)
Observations	21940	21940	21940	15102	21940	15102	11975
$R^2$	0.153	0.154	0.150	0.241	0.224	0.342	0.251
Firm controls	no	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Time sector FE	yes	yes	yes	yes	yes	yes	no
Time clustering	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes

*Ghi chú: kết quả từ việc ước tính các biến thể của đặc điểm hồi quy cơ sở của phương trình ước lượng tổng quát  $\Delta \log k_{jt+1} = \alpha_j + \alpha_{st} + \beta x_{jt-1} \varepsilon_t^m + IZ_{jt-1} + e_{jt}$ , trong đó tất cả các biến được xác định như trong bài nghiên cứu hoặc trong ghi chú cho Bảng 4.5. Chúng tôi đã chuẩn hóa đòn bẩy ljt và khoảng cách vỡ nợ ddjt trên toàn bộ mẫu, do đó đơn vị của chúng ở độ lệch chuẩn so với giá trị trung bình. Cột (7) xóa phần cố định theo quý hiệu ứng ast và ước lượng, trong đó Yt là a vector với bốn độ trễ của tăng trưởng GDP, tỷ lệ lạm phát và tỷ lệ thất nghiệp.*

Những kết quả phù hợp về mặt chất lượng với các kết quả chính của chúng tôi theo nghĩa là các công ty có đòn bẩy tài chính thấp hơn hoặc khoảng cách vỡ nợ cao hơn sẽ phản ứng nhanh hơn với chính sách tiền tệ. Tuy nhiên, những sự khác biệt này nhỏ hơn và ít được ước tính chính xác hơn, cho thấy rằng sự không đồng nhất vĩnh viễn về khả năng phản ứng của doanh nghiệp có liên quan về mặt định lượng trong mẫu của chúng tôi. Bảng 4.3 cũng cho thấy rằng các công ty có xếp hạng tín dụng cao hơn sẽ phản ứng nhanh hơn với những thay đổi trong chính sách tiền tệ.

4.4.1. Tác động của chính sách tiền tệ đến lượng đầu tư của doanh nghiệp tại các chu kỳ khác nhau của nền kinh tế

**Bảng 4. 4 Biến động đầu tư theo cú sốc tiền tệ**

	(1)	(2)	(3)	(4)
leverage $\times$ ffr shock	-0.49 (0.37)		-0.07 (0.38)	-0.17 (0.69)
$\Delta \log k_{jt}$	0.25*** (0.01)	0.17*** (0.01)	0.15*** (0.01)	0.16*** (0.01)
dd $\times$ ffr shock		0.78** (0.48)	0.85** (0.57)	0.76* (0.67)
Observations	21940	15102	15102	11975
$R^2$	0.259	0.259	0.260	0.269
Firm controls	yes	yes	yes	yes
Time sector FE	yes	yes	yes	no
Time clustering	yes	yes	yes	yes

Kết quả từ việc ước tính các biến thể của đặc điểm hồi quy cơ sở. Sai số tiêu chuẩn được nhóm lại theo hai chiều theo các công ty và các quý. Chúng tôi đã chuẩn hóa dấu hiệu của cú sốc tiền tệ  $\epsilon_{mt}$  để cú sốc tích cực có thể mở rộng (tương ứng với việc giảm lãi suất). Chúng tôi đã tiêu chuẩn hóa đòn bẩy nội bộ công ty ( $l_{jt} - E[l_{jt}]$ ) và khoảng cách trong công ty đến vỡ nợ ( $dd_{jt} - E[dd_{jt}]$ ) trên toàn bộ mẫu, vì vậy đơn vị của chúng là tiêu chuẩn độ lệch so với giá trị trung bình.

Bảng 4.4 cho thấy kết quả chính của chúng tôi tiếp tục được giữ vững khi chúng tôi kiểm soát độ trễ đầu tư. Bảng 4.4 cho thấy lý do chính của sự khác biệt này là chúng tôi sử dụng dữ liệu hàng quý trong khi Eberly, Rebelo và Vincent (2012) sử dụng dữ liệu hàng năm. Nó cho thấy  $R^2$  của hồi quy tăng lên khi chúng ta thực hiện các thay đổi dài hạn về vốn. Ngoài ra, Eberly, Rebelo và Vincent (2012) chỉ sử dụng bảng điều khiển cân bằng của các công ty lớn, trong khi chúng tôi sử dụng bảng không cân bằng của tất cả các hãng.

Đặc điểm hồi quy kinh tế lượng của chúng tôi kiểm soát sự tương tác giữa vị thế tài chính của công ty ( $x_{jt-1} - E_j[x_{jt}]$ ) và độ trễ của tăng trưởng GDP nhằm kiểm soát sự khác biệt về độ nhạy cảm theo chu kỳ của nền kinh tế. Động lực của chúng tôi cho sự lựa chọn này là các cú sốc lớn nhất trong mẫu của chúng tôi xảy ra vào hai cuộc suy thoái (2008 và 2019), vì vậy chúng tôi muốn đảm bảo rằng các tác động khác nhau của chính sách tiền tệ không bị thúc đẩy bởi sự khác biệt về độ nhạy cảm theo chu kỳ của nền kinh tế. Bảng 4.4 cho thấy rằng việc loại trừ kiểm soát này không ảnh hưởng đáng kể đến các phản ứng khác biệt theo khoảng cách đến vỡ nợ. Từ kết quả trên cho thấy, chính sách tiền tệ tác động tích cực lên lượng đầu tư doanh nghiệp mà không chịu tác động của chu kỳ

nền kinh tế Việt Nam. Điều này hàm ý rằng việc tăng trưởng đầu tư khối doanh nghiệp tại Việt Nam phụ thuộc vào cung tín dụng của Ngân hàng Nhà nước hơn là huy động vốn từ thị trường chứng khoán.

#### 4.5. Chính sách tiền tệ tối ưu và tổng lượng đầu tư của doanh nghiệp

Tại tiêu mục này, sau khi kết luận các vấn đề về phản ứng doanh nghiệp với chính sách tiền tệ cũng như tác động của chính sách tiền tệ với lượng đầu tư doanh nghiệp, một vấn đề được đặt ra là trong các bối cảnh vĩ mô cụ thể thì việc thiết kế chính sách tiền tệ tối ưu nên tuân theo những tham số nào để duy trì tổng lượng đầu tư của doanh nghiệp. Nhóm tác giả sử dụng mô hình DSGE có ngưỡng để tìm ra các thông số tối ưu cho chính sách tiền tệ với những ràng buộc về lạm phát và tỷ giá hối đoái.

**Bảng 4. 5 Kết quả hồi quy DSGE giữa chính sách tiền tệ tối ưu và tổng lượng đầu tư doanh nghiệp trong bối cảnh kiểm soát lạm phát**

Phân tuyến tính			
$\rho_0^*$	2,458 (1,624)	0,056 (1,283)	0,047 (0,735)
$\rho_1$	0,599*** (5,358)	0,980*** (59,493)	0,982*** (113,235)
$\rho_\pi^*$	-0,147 (-0,301)	0,001 (0,236)	-0,002 (-0,142)
$\rho_y^*$	8,459* (1,736)	0,294* (1,931)	0,531* (1,903)
Phân phi tuyến			
$\rho_{01}^*$	5,732 (0,986)	0,547*** (2,926)	1,506*** (4,433)
$\rho_{11}$	0,0172 (0,997)	-0,0359** (-2,460)	-0,0341*** (-6,080)
$\rho_{\pi 1}^*$	-0,191 (-0,522)	-0,008 (-0,679)	-0,066* (-1,893)
$\rho_{y1}^*$	-11,879* (-1,756)	1,996*** (4,821)	0,784* (1,680)
Độ dốc (Slope)	0,591	21,158	12,921
Giá trị ngưỡng (Threshold)	4,406	3,431	4,418
Hệ số xác định điều chỉnh	0,813	0,969	0,992

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* lần lượt tương ứng với mức ý nghĩa thống kê là 10%, 5%, 1%.  $\rho_0^*$ ,  $\rho_1$ ,  $\rho_\pi^*$ ,  $\rho_y^*$  tương ứng là tỷ lệ lạm phát, tỷ giá hối đoái, tổng lượng đầu tư, cung tiền M2, biến phụ thuộc lần lượt là lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu, lãi suất mua kỳ hạn qua OMO.

Nhìn vào kết quả nghiên cứu trên, tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa lãi suất điều hành của Ngân hàng Nhà nước và tổng lượng đầu tư của các doanh nghiệp của nền kinh tế. Trong đó, biến tỷ giá điều hành là biến chuyển tiếp giai đoạn cho thấy trong giai đoạn biến động của nền kinh tế, độ nhạy của tỷ giá sẽ biến động theo những cú sốc tiền tệ của những đối tác thương mại lớn của Việt Nam như: Mỹ, Trung Quốc, EU, Nhật Bản... Điều này gây áp lực lên việc điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước trong việc duy trì một



mức lạm phát ổn định và kích cầu đầu tư. Cụ thể, nếu tỷ giá biến động vượt mức 3% thì lãi suất điều hành sẽ có xu hướng gia tăng trong biên độ  $\pm 0.5$  điểm phần trăm, từ đó mức tổng lượng đầu tư sẽ có xu hướng suy giảm ở mức 0.15%.

Tuy nhiên, từ hàm hồi quy tổng thể giữa tổng lượng đầu tư của doanh nghiệp và phản ứng với chính sách tiền tệ cho thấy việc kiểm soát lạm phát ở mức 3.8% sẽ tạo ra dư địa cho việc biến động tỷ giá quanh mức 2% và lãi suất điều hành sẽ dao động quanh mức 0.32%. Tại mức lãi suất này, thì tổng lượng đầu tư lại có xu hướng gia tăng ở mức 0.11%. Vậy đây là mức lãi suất tối ưu trong việc thực hiện mục tiêu kiểm soát lạm phát và kích cầu đầu tư.

Trong bối cảnh Việt Nam có thể bị gán vào danh sách thao túng tiền tệ, việc can thiệp vào thị trường ngoại hối sẽ không phát huy hiệu quả trong việc điều hành tỷ giá, từ đó sẽ ảnh hưởng đến đầu tư của doanh nghiệp. Vì vậy, lãi suất điều hành sẽ là một công cụ hữu hiệu trong việc điều tiết thanh khoản của thị trường, giảm sức ép lên lãi suất huy động từ đó giảm sức ép lên chi phí lãi vay của doanh nghiệp. Từ đó cho thấy sự biến động của các thông số vĩ mô có tác động đến chính sách tiền tệ theo chiều hướng bất định, việc xác định hai thông số quan trọng là lạm phát và tổng mức đầu tư của các doanh nghiệp sẽ góp phần quyết định vào chính sách lãi suất tối ưu.

## 5. Kết luận và hàm ý chính sách

### 5.1. Kết luận

Trong bài nghiên cứu, nhóm tác giả lập luận rằng những ma sát tài chính làm giảm phản ứng đầu tư của các công ty có rủi ro vỡ nợ cao. Lập luận của nhóm tác giả có hai quan điểm chính. Đầu tiên, với dữ liệu vi mô nhóm tác giả nhận thấy rằng các công ty có tỷ lệ đòn bẩy cao hoặc xếp hạng tín dụng thấp đầu tư ít hơn đáng kể so với các công ty khác sau cú sốc chính sách tiền tệ. Thứ hai, nhóm tác giả đã xây dựng một mô hình New Keynes của các doanh nghiệp bất đồng nhất với rủi ro vỡ nợ phù hợp về mặt định lượng với những kết quả thực nghiệm này. Trong mô hình, chính sách tiền tệ kích thích đầu tư thông qua sự kết hợp của các tác động trực tiếp và gián tiếp. Các công ty có rủi ro cao ít phản ứng hơn với những thay đổi này vì chi phí tài chính đầu tư cận biên của họ cao hơn các công ty có rủi ro thấp. Tác động tổng hợp của chính sách tiền tệ chủ yếu được thúc đẩy bởi các doanh nghiệp có rủi ro thấp này, điều này cho thấy quan điểm: chính sách tiền tệ có thể kém hiệu quả hơn khi rủi ro vỡ nợ trong nền kinh tế cao hơn.

Kết quả của bài nghiên cứu có thể là xu hướng mà nhà hoạch định chính sách quan tâm, đặc biệt các nhà hoạch định quan tâm về tác động phân bổ của chính sách tiền tệ giữa các doanh nghiệp. Một mục tiêu đáng được quan tâm của chính sách tiền tệ là cung cấp nguồn lực cho các doanh nghiệp có khả năng nhưng bị hạn chế về tín dụng. Được

xây dựng trên cơ chế gia tốc tài chính, cho rằng các doanh nghiệp bị hạn chế về nguồn vốn sẽ tăng đáng kể đầu tư vốn của họ để phản ứng với chính sách tiền tệ mở rộng. Kết quả của bài nghiên cứu ngụ ý rằng chính sách tiền tệ mở rộng sẽ kích thích các công ty ít rủi ro hơn trong nền kinh tế tiền hành đầu tư.

Ngoài ra kết quả của nghiên cứu cho thấy, không nhất thiết phải duy trì một chính sách tiền tệ để kích cầu nền kinh tế trong điều kiện nợ vay doanh nghiệp tăng cao, việc thực thi chính sách tiền tệ phản chu kì ở Việt Nam thường không mang lại hiệu quả cao do đặc tính phân bổ tài chính của các doanh nghiệp trong nền kinh tế Việt Nam rất khác nhau. Vì vậy, mở rộng cung tiền hay thu hẹp cung tiền nên dựa vào vị thế tài chính của doanh nghiệp nếu không sẽ xảy ra rủi ro lạm phát trong dài hạn. Việc thực thi chính sách tiền tệ nên dựa vào 2 thông số then chốt là tỷ giá và lạm phát nhằm hạn chế các cú sốc ngoại sinh để bảo vệ doanh nghiệp trong các chu kì kinh tế khác nhau.

## 5.2 Hàm ý chính sách

Bài nghiên cứu đưa ra một số hàm ý chính sách sau:

Thứ nhất, việc thực thi chính sách tiền tệ không giống nhau giữa các doanh nghiệp vì vậy khi ban hành chính sách tiền tệ, Ngân hàng Nhà nước phải xem xét đặc tính doanh nghiệp tại từng khu vực cụ thể để chính sách tiền tệ phát huy hiệu quả.

Thứ hai, chính sách tiền tệ có tác động đến cấu trúc vốn, vị thế tài chính, tính thanh khoản của doanh nghiệp vì vậy chính sách tiền tệ không nên quá nới lỏng hoặc thắt chặt quá mức sẽ dẫn đến những cú sốc đột ngột cho doanh nghiệp, trong khi đa phần doanh nghiệp Việt Nam là doanh nghiệp trẻ sẽ khó lòng cân bằng nguồn tài chính.

Thứ ba, các doanh nghiệp nên tránh việc vay nợ quá mức khiến cho cấu trúc vốn dễ dàng bị tác động bởi các cú sốc thị trường. Ngoài ra, doanh nghiệp phải căn cứ vào vị thế tài chính và đặc tính doanh nghiệp để ra quyết định vay nợ hay không và linh hoạt tận dụng các cú sốc tiền tệ để cơ cấu lại khoản nợ doanh nghiệp trong ngắn hạn và dài hạn.

### Tài liệu tham khảo

- Andrews, I., M. Gentzkow, and J. Shapiro (2017): “Measuring the sensitivity of parameter estimates to estimation moments,” *The Quarterly Journal of Economics*, 132(4), 1553–1592.
- Arellano, C., L. Malin, S. Malin, and V. Tsyrennikov (2016): “Envelope Condition Methods with an Application to Default Risk Models,” *Journal of Economic Dynamics and Control*, 69, 436–459.
- Auclert, A. (2019): “Monetary policy and the redistribution channel,” *American Economic Review*, 109(6), 2333–67.
- Bernanke, B. S., M. Gertler, and S. Gilchrist (1999): “The financial accelerator in a quantitative business cycle framework,” *Handbook of Macroeconomics*, pp. 1341–1393.
- Blanco, J. A., and G. Navarro (2017): “The Unemployment Accelerator,” Working paper.
- Bloom, N., M. Floetotto, N. Jaimovich, I. Saporta-Eksten, and S. J. Terry (2018): “Really uncertain business cycles,” *Econometrica*, 86(3), 1031–1065.
- Buera, F., and S. Karmakar (2018): “Real Effects of Financial Distress: The Role of Heterogeneity,” Working paper.
- Campbell, J. R., C. L. Evans, J. D. Fisher, and A. Justiniano (2012): “Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance,” *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 1–80.
- Christiano, L. J., M. Eichenbaum, and C. L. Evans (2005): “Nominal rigidities and the dynamic effects of a shock to monetary policy,” *Journal of Political Economy*, 113, 1–45.
- Clausen, A., and C. Strub (2020): “Reverse calculus and nested optimization,” *Journal of Economic Theory*, 187, 105019.
- Clementi, G. L., and B. Palazzo (2016): “Entry, exit, firm dynamics, and aggregate fluctuations,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 8(3), 1–41.
- (2019): “Investment and the Cross-Section of Equity Returns,” *The Journal of Finance*, 74(1), 281–321.
- Cloyne, J., C. Ferreira, M. Froemel, and P. Surico (2018): “Monetary Policy, Corporate Finance and Investment,” National Bureau of Economic Research w25366.
- Cook, T., and T. Hahn (1989): “The effect of changes in the federal funds rate target on market interest rates in the 1970s.,” *Journal of Monetary Economics*, 24, 331–351.
- Cooper, R. W., and J. C. Haltiwanger (2006): “On the nature of capital adjustment costs,” *The Review of Economic Studies*, 73, 611–633.
- Crouzet, N., and N. Mehrotra (2020): “Small and Large Firms Over the Business Cycle,” Working paper.

- Davis, S. J., R. J. Faberman, J. C. Haltiwanger, and I. Rucker (2010): “Adjusted Estimates of Worker Flows and Job Openings in JOLTS,” *Labor in the New Economy*, 71, 187.
- Davis, S. J., J. Haltiwanger, R. Jarmin, and J. Miranda (2006): “Volatility and dispersion in business growth rates: Publicly traded versus privately held firms,” *NBER Macroeconomics Annual*, 21, 107–179.
- Dinlersoz, E., S. Kalemli-Ozcan, H. Hyatt, , and V. Penciakova (2018): “Lever-age over the life cycle and implications for firm growth and shock responsiveness,” National Bureau of Economic Research w25226.
- Eberly, J., S. Rebelo, and N. Vincent (2012): “What Explains the Lagged-Investment Dynamics?” *Journal of Monetary Economics*, 59, 370–380.
- Eisfeldt, A. L., and A. A. Rampini (2006): “Capital Reallocation and Liquidity,” *Journal of Monetary Economics*, 53, 369–399.
- Foster, L., J. Haltiwanger, and C. Syverson (2016): “The Slow Growth of New Plants: Learning About Demand?” *Economica*, 83, 91–129.
- Gavazza, A., S. Mongey, and G. L. Violante (2018): “Aggregate recruiting intensity,” *American Economic Review*, 108(8), 2088–2127.
- Gertler, M., and S. Gilchrist (1994): “Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms,” *The Quarterly Journal of Economics*, pp. 309– 340.
- Gertler, M., and P. Karadi (2015): “Monetary Surprises, Credit Costs, and Economic Activity,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 7, 44–76.
- Gilchrist, S., and E. Zakrajšek (2012): “Credit spreads and business cycle fluctua-tions,” *American Economic Review*, 102(4), 1692–1720.
- Gomes, J. (2001): “Financing Investment,” *The American Economic Review*, pp. 1263– 1285.
- Gomes, J., U. Jermann, and L. Schmid (2016): “Sticky leverage,” *American Economic Review*, 106(12), 3800–3828.
- Gorodnichenko, Y., and M. Weber (2016): “Are sticky prices costly? Evidence from the stock market,” *The American Economic Review*, 106, 165–199.
- Gurkaynak, R. S., B. Sack, and E. T. Swanson (2005): “Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements,” *International Journal of Central Banking*.
- Jeenas, P. (2019): “Firm Balance Sheet Liquidity, Monetary Policy Shocks, and Investment Dynamics,” Working paper.
- Jorda, O. (2005): “Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections,”

*The American Economic Review*, 95, 161–182.

Kaplan, G., B. Moll, and G. L. Violante (2018): “Monetary policy according to HANK,” *American Economic Review*, 108(3), 697–743.

Karabarbounis, L., and B. Neiman (2013): “The Global Decline of the Labor Share,” *The Quarterly Journal of Economics*, 129, 61–103.

Khan, A., T. Senga, and J. Thomas (2016): “Default Risk and Aggregate Fluctuations in an Economy with Production Heterogeneity,” Working paper.

Khan, A., and J. Thomas (2008): “Idiosyncratic Shocks and the Role of Nonconvexities in Plant and Aggregate Investment Dynamics,” *Econometrica*, 76, 395.

Koby, Y., and C. Wolf (2020): “Investment Stimulus: From Micro Elasticities to Macro Counterfactuals,” Working paper.

McKay, A., E. Nakamura, and J. Steinsson (2016): “The power of forward guidance revisited,” *American Economic Review*, 106(10), 3133–58.

McKay, A., and J. F. Wieland (2020): “Lumpy Durable Consumption Demand and the Limited Ammunition of Monetary Policy,” Working paper.

Merton, R. C. (1974): “On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates,” *The Journal of Finance*, 29, 449–47.

# 47.

## CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ, NẮM GIỮ TIỀN MẶT, NĂNG LỰC CẠNH TRANH VÀ ĐẦU TƯ DOANH NGHIỆP TẠI VIỆT NAM

Lương Thị Thảo\*

Lê Văn Tám\*

### Tóm tắt

*Bài nghiên cứu thực hiện nhằm xem xét mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ (CSTT), nắm giữ tiền mặt và đầu tư của các doanh nghiệp trong các điều kiện khác nhau về môi trường kinh doanh nơi doanh nghiệp đặt trụ sở kinh doanh chính cho hơn 400 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2009-2019. Kết quả từ nghiên cứu cho thấy đầu tư của doanh nghiệp sẽ bị sụt giảm nếu CSTT thắt chặt và việc nắm giữ lượng tiền mặt dồi dào được xem như là công cụ quan trọng giúp doanh nghiệp hạn chế các tác động bất lợi của CSTT thắt chặt lên hoạt động đầu tư. Khi xem xét ảnh hưởng của môi trường đầu tư cấp tỉnh thành nơi doanh nghiệp đặt trụ sở chính, kết quả nghiên cứu này nhất quán và có ý nghĩa thống kê cao với mẫu các doanh nghiệp thuộc các tỉnh thành có môi trường kinh doanh thuận lợi hơn. Kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra, đầu tư của các doanh nghiệp tại các tỉnh thành có môi trường kinh doanh thuận lợi nhạy cảm hơn với những thay đổi trong CSTT.*

**Từ khóa:** *Nắm giữ tiền mặt, năng lực cạnh tranh, vùng kinh tế trọng điểm, chỉ số đánh giá năng lực phát triển và ứng dụng công nghệ-thông tin và truyền thông.*

### 1. Giới thiệu

Chính sách tiền tệ (CSTT) là một trong những chính sách điều hành vĩ mô quan trọng, có tác động đến nhiều mặt của nền kinh tế quốc gia trong đó có hoạt động đầu tư của doanh nghiệp. Các nghiên cứu về cơ chế truyền dẫn của CSTT đối với nền kinh tế đã được khá nhiều các tác giả công bố nghiên cứu tại Việt Nam (Trần Ngọc Thơ & Nguyễn Hữu Tuấn, 2013; Nguyễn Phúc Cảnh, 2014; Võ Xuân Vinh & Nguyễn Phúc Cảnh, 2015; Tăng Mỹ Sang, 2019). Tuy nhiên, các nghiên cứu này chủ yếu khai thác dưới góc độ vĩ mô, các nghiên cứu thực hiện ở cấp độ vi mô (doanh nghiệp) chưa có nhiều nghiên cứu được công

---

\* Trường Đại học Kinh Tế TP. HCM | Email liên hệ: [thaoluong@ueh.edu.vn](mailto:thaoluong@ueh.edu.vn)

bổ (Lại Trung Thành & Nguyễn Quang Bình, 2018). Nghiên cứu của Yang et al., (2017) chỉ ra rằng CSTT chặt tiền tệ có tác động sụt giảm hoạt động đầu tư của doanh nghiệp và nắm giữ tiền mặt đóng vai trò quan trọng giúp doanh nghiệp hạn chế được các tác động tiêu cực này. Nhận thấy chưa có nghiên cứu nào về vấn đề này được công bố chính thức ở Việt Nam nên tác giả thực hiện bài nghiên cứu này với mục tiêu lấp đầy khoảng trống nghiên cứu. Ngoài ra, lấy cảm hứng từ những nghiên cứu của Shao et al., (2015), Yang et al., (2017); tác giả sẽ mở rộng nghiên cứu về mối quan hệ giữa CSTT, nắm giữ tiền mặt và đầu tư của các doanh nghiệp trong các điều kiện khác nhau về môi trường kinh doanh nơi doanh nghiệp đặt trụ sở kinh doanh chính. Theo tìm hiểu của tác giả cho đến thời điểm hiện tại, chưa có nghiên cứu chính thức nào về chủ đề này được công bố tại Việt Nam. Mục tiêu của bài nghiên cứu là tìm câu trả lời cho các câu hỏi nghiên cứu sau:

*Thứ nhất*, CSTT thắt chặt có tác động như thế nào đến hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam?

*Thứ hai*, nắm giữ tiền mặt có tác động như thế nào lên mối quan hệ giữa CSTT thắt chặt và hoạt động đầu tư của doanh nghiệp?

*Thứ ba* đầu tư của các doanh nghiệp tại các tỉnh thành có môi trường kinh doanh thuận lợi so với đầu tư của các doanh nghiệp ở các tỉnh thành khác có sự khác biệt như thế nào dưới ảnh hưởng của CSTT thắt chặt và nắm giữ tiền mặt?

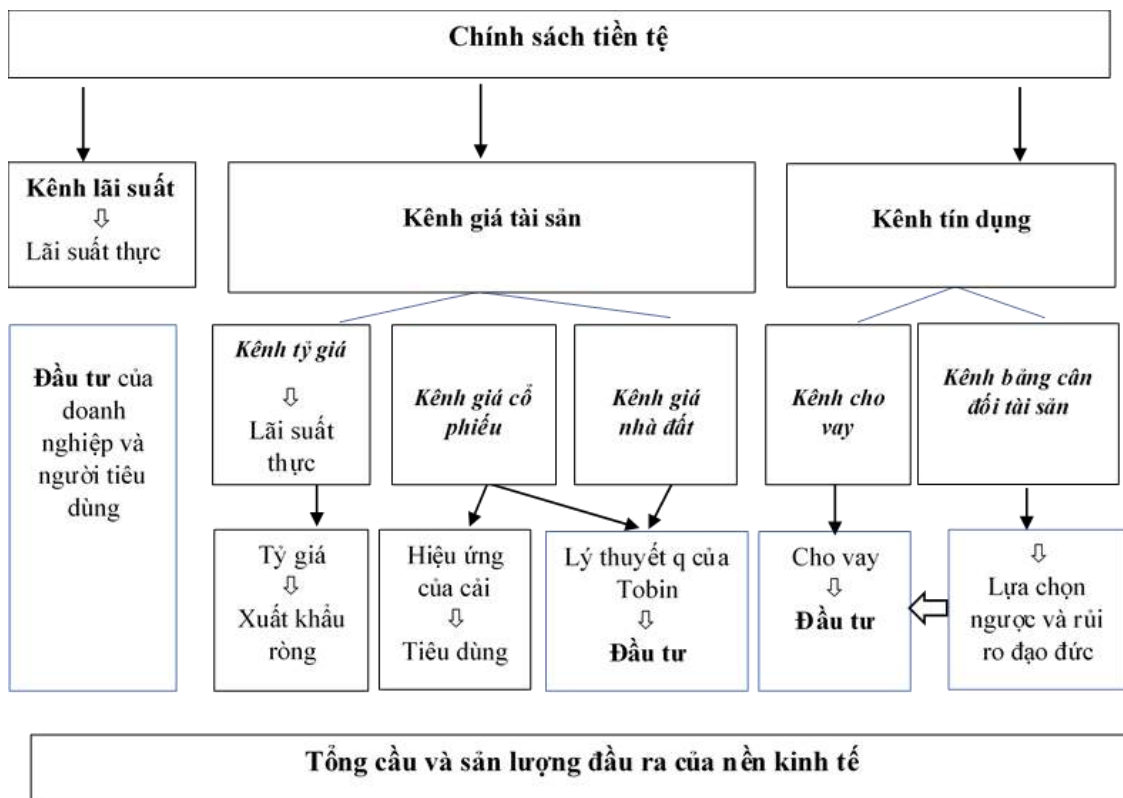
Ước lượng GMM hệ thống 2 bước trên mẫu dữ liệu nghiên cứu có dạng bảng không cân đối gồm gần 5,000 quan sát trong giai đoạn nghiên cứu 2009-2019, bài nghiên cứu cho thấy các kết quả như sau. (i) CSTT thắt chặt làm giảm hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. (ii) Nắm giữ tiền mặt cao có vai trò quan trọng giúp các doanh nghiệp hạn chế tác động bất lợi của CSTT đến hoạt động đầu tư. (iii) Khi thắt chặt CSTT, đầu tư của các các doanh nghiệp có trụ sở chính đặt trong vùng có môi trường kinh doanh thuận lợi hơn lại nhạy cảm hơn so với nhóm các doanh nghiệp khác.

## **2. Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm**

### **2.1 Cơ sở lý thuyết**

CSTT liên quan đến các quyết định về tiền tệ ở tầm quốc gia được thực thi bởi ngân hàng trung ương nhằm điều tiết cung tiền trong nền kinh tế, hướng đến mục tiêu ổn định giá cả, ổn định việc làm và thúc đẩy tăng trưởng. Hình 1.1 cho thấy, thông qua các kênh truyền dẫn chủ chốt, CSTT có thể tác động trực tiếp hay gián tiếp đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp từ đó ảnh hưởng đến tổng cầu và sản lượng đầu ra của nền kinh tế.

**Hình 1.1: Cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ**



Nguồn: Tổng hợp từ nghiên cứu của Mishkin (1996)

### 2.1.1 Tác động của CSTT đến hoạt động đầu tư thông qua kênh lãi suất

Theo Miskin (1996), từ quan điểm truyền dẫn CSTT theo mô hình IS-LM của các nhà kinh tế học Keynes; khi NHTW thực thi CSTT mở rộng sẽ làm cho mức lãi suất thực ( $i_r$ ) giảm, giúp giảm chi phí sử dụng vốn và thúc đẩy doanh nghiệp gia tăng đầu tư (I), các hộ gia đình gia tăng chi tiêu dùng (C). Việc chi tiêu và đầu tư gia tăng sẽ thúc đẩy tổng cầu (AD) tăng, cuối cùng sản lượng đầu ra của nền kinh tế (Y) sẽ tăng và ngược lại nếu CSTT thắt chặt. Khái quát cơ chế truyền dẫn qua kênh lãi suất như sau:

$$M \uparrow \rightarrow i_r \downarrow \rightarrow I, C \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Việc gây ảnh hưởng thông qua lãi suất thực thay vì lãi suất danh nghĩa khiến cho kênh này vẫn có thể thúc đẩy nền kinh tế ngay cả khi lãi suất danh nghĩa chạm mức sàn là 0 trong thời kỳ giảm phát. Bởi vì khi lãi suất danh nghĩa bằng 0, việc gia tăng cung tiền có thể làm tăng giá hàng hóa kỳ vọng khiến lạm phát kỳ vọng gia tăng nên lãi suất thực giảm và kích thích chi tiêu lẫn đầu tư.



### 2.1.2 Tác động của CSTT đến hoạt động đầu tư thông qua kênh giá tài sản

Các nhà kinh tế học trọng tiền cho rằng CSTT không chỉ tác động đến giá cả của một loại tài sản là lãi suất mà còn tác động đến nhiều loại tài sản khác (Meltzer, 1995). Họ cho rằng khi NHTW thực thi CSTT thì sẽ có những tác động nhất định lên giá cả các loại tài sản khác như tỷ giá hối đoái, giá chứng khoán, giá bất động sản từ đó ảnh hưởng đến hoạt động tổng thể của nền kinh tế. Cụ thể hơn, truyền dẫn CSTT khiến giá cổ phiếu và giá nhà đất ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp và nền kinh tế thông qua lý thuyết q của Tobin. Lý thuyết q được đưa ra và hoàn thiện thông qua các nghiên cứu của Brainard và Tobin (1968), Tobin (1969, 1978). Lý thuyết này cho thấy một cơ chế quan trọng lý giải cho biến động giá chứng khoán sẽ ảnh hưởng đến đầu tư và nền kinh tế như thế nào. q biên tế (marginal q) được định nghĩa là thay đổi trong giá thị trường của công ty chia cho thay đổi chi phí vốn đầu tư thay thế. Nếu hệ số q lớn hơn 1, tức giá trị thị trường của công ty cao hơn so với chi phí vốn đầu tư thay thế hay giá trị của nhà xưởng, thiết bị đầu tư mới rẻ hơn so với giá thị trường của công ty. Do vậy, công ty sẽ phát hành cổ phiếu với giá cao để đầu tư tài sản mới với chi phí đầu tư thấp hơn. Bên cạnh đó, giá phát hành cao thì chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu thấp kéo theo tỷ suất sinh lợi đòi hỏi tối thiểu đối với các dự án đầu tư cũng thấp. Tóm lại, khi tăng cung tiền, giá kỳ vọng của cổ phiếu tăng và hoạt động đầu tư của công ty sẽ gia tăng. Ngược lại, nếu hệ số q nhỏ hơn 1, công ty sẽ không gia tăng đầu tư.

$$M \uparrow \rightarrow \text{Giá kỳ vọng của chứng khoán} \uparrow \rightarrow q \uparrow, \text{ chi phí sử dụng vốn} \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

### 2.1.3 Tác động của CSTT đến hoạt động đầu tư thông qua kênh tín dụng

Cơ chế truyền dẫn của CSTT thông qua kênh tín dụng nhấn mạnh đến vấn đề thông tin bất cân xứng trên thị trường tài chính. Trong đó, ảnh hưởng của CSTT đến hoạt động đầu tư có thể lý giải thông qua 2 kênh truyền dẫn thành phần.

Một là kênh cho vay ngân hàng (bank lending channel). Theo đó, các ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong hệ thống tài chính bởi vì họ có thể giúp giải quyết vấn đề bất cân xứng thông tin trên thị trường tín dụng và khi cần vốn người đi vay sẽ chỉ có thể vay từ các ngân hàng. Do vậy, khi mở rộng cung tiền, lượng tiền ký gửi trong các ngân hàng sẽ tăng lên, tăng khả năng cho vay. Từ đó giúp gia tăng hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp và nền kinh tế.

$$M \uparrow \rightarrow \text{Lượng tiền ký gửi} \uparrow \rightarrow \text{Lượng tiền cho vay} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Hai là kênh bảng cân đối kế toán (balance-sheet channels). Bảng cân đối kế toán (BCĐKT) phản ánh tổng quát toàn bộ giá trị tài sản hiện có và nguồn tài trợ hình thành lên các tài sản đó của doanh nghiệp tại một thời điểm nhất định. Nguyên tắc kế toán theo

giá trị hợp lý đòi hỏi một số các khoản mục trên BCĐKT phải hạch toán theo giá trị thị trường thay vì giá trị sổ sách. Vì vậy, giá tài sản trên thị trường thay đổi có thể ảnh hưởng lớn đến khoản mục tài sản trên BCĐKT từ đó ảnh hưởng đến giá trị tài sản ròng của công ty. Nếu giá tài sản giảm, doanh nghiệp phải phản ánh giá trị thị trường mới của tài sản vào báo cáo tài chính. Điều này gây ra hai tác động:

*Thứ nhất*, giá trị tài sản ròng trên BCĐKT của công ty giảm đồng nghĩa với việc giá trị tài sản thế chấp sụt giảm, khiến ngân hàng và các chủ nợ gia rủi ro của tăng nên họ phải đòi hỏi một phần bù rủi ro lớn hơn. Kết quả chi phí sử dụng vốn của công ty tăng lên, khả năng chấp nhận các dự án đầu tư giảm hay hoạt động đầu tư bị thu hẹp và ngược lại.

*Thứ hai*, áp lực trả nợ cũ có thể tăng do rủi ro tăng hoặc do các khoản nợ vay cũ đến hạn. Nếu có thể huy động vốn bằng vay mới hoặc phát hành vốn cổ phần để trả nợ cũ thì chi phí sử dụng vốn sẽ rất cao. Vì vậy, công ty phải sử dụng lợi nhuận giữ lại hay dòng tiền từ hoạt động kinh doanh để ưu tiên thanh toán nợ thay vì ưu tiên cho đầu tư. Do vậy, hoạt động đầu tư mới của doanh nghiệp bị hạn chế.

Ngoài ra, theo Bernanke & Gertler (1989) sự bất cân xứng thông tin giữa người cho vay và đi vay khiến cho việc huy động nguồn tài trợ từ bên ngoài phải tốn thêm chi phí phân bù (phần bù rủi ro) so với việc tài trợ nội bộ. Do người vay không tránh khỏi có thông tin tốt hơn so với người cho vay hoặc sự thiếu minh bạch trong hành vi của người đi vay do những rủi ro về mặt đạo đức, lựa chọn ngược (nghĩa là con nợ sẽ có nhiều động cơ để tham gia các dự án đầu tư nhiều rủi ro, tiềm ẩn nguy cơ mất khả năng thanh toán nợ cho các chủ nợ). Chi phí này sẽ được phản ánh trong chi phí sử dụng vốn dùng để chiết khấu dòng tiền ước tính của các dự án đầu tư khi thực hiện thẩm định dự án nên ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp.

$M \uparrow \rightarrow \text{Giá tài sản kỳ vọng} \uparrow \rightarrow \text{Giá trị tài sản ròng của doanh nghiệp} \uparrow$ ;

$\text{Lựa chọn ngược và rủi ro đạo đức} \downarrow \rightarrow \text{cho vay} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

## 2.2 Các nghiên cứu thực nghiệm

### 2.2.1 Mối quan hệ giữa CSTT và hoạt động đầu tư

Thông qua kênh truyền dẫn tín dụng, CSTT ảnh hưởng đến nguồn cung vốn chủ yếu thông qua việc tăng hoặc giảm nguồn cung các khoản vay ngân hàng, do đó ảnh hưởng đến nguồn tài trợ cho đầu tư của doanh nghiệp (Bernanke & Gertler, 1995; Oliner & Rudebusch, 1996). Theo Kashyap & Stein (1993), thông qua kênh cho vay ngân hàng, chính sách thắt chặt tiền tệ làm giảm dự trữ ngân hàng và buộc các ngân hàng phải thu hẹp các khoản cho vay của mình, điều này làm giảm các khoản cho vay thương mại của ngân hàng đối với doanh nghiệp. Do đó, gây ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư của doanh

ngành (Morck et al., 2013). Nghiên cứu của Luo & Nie (2012) chỉ ra rằng khi NHTW tăng lãi suất (thắt chặt tiền tệ), chi phí sử dụng vốn và hạn chế khả năng tiếp cận nguồn vốn bên ngoài gia tăng. Do đó, các công ty hoặc lệ thuộc nhiều hơn vào nguồn tài trợ nội bộ, hoặc phải cắt giảm đầu tư. Gong & Meng (2012), Jing et al. (2012) và Qian (2013) cho thấy CSTT mở rộng và thắt chặt có tác động không cân xứng lên đầu tư của doanh nghiệp. CSTT mở rộng giúp giảm bớt đáng kể các khó khăn tài chính và thúc đẩy doanh nghiệp đầu tư trong khi CSTT thắt chặt không có ý nghĩa trong việc giải thích sự sụt giảm đầu tư của doanh nghiệp. Điều này được lý giải do hoạt động đầu tư của doanh nghiệp thường mang tính quán tính và khó có thể đảo ngược một khi dự án đã bắt đầu. Ngoài ra, việc truyền dẫn của CSTT cũng có độ trễ vì việc thực thi chính sách và nhận thức về những hàm ý chính sách của nhà quản trị khi ra quyết định đầu tư không luôn luôn diễn ra cùng một thời điểm.

Các nghiên cứu về truyền dẫn CSTT tại Việt Nam khá phổ biến ở cấp độ vĩ mô nhưng tương đối hạn chế ở cấp độ vi mô. Cụ thể, nghiên cứu của Nguyễn Phúc Cảnh (2014) về cơ chế truyền dẫn CSTT qua kênh giá tài sản tài chính bằng mô hình tự hồi quy cấu trúc (SVAR). Kết quả cho thấy, trong giai đoạn 2000-2013, tại Việt Nam CSTT có truyền dẫn mạnh qua thị trường chứng khoán thông qua cung tiền, kênh lãi suất không có tác động lớn. Ngoài nghiên cứu này, còn khá nhiều các nghiên cứu khác tiếp cận ảnh hưởng của CSTT ở khía cạnh vĩ mô (Trần Ngọc Thơ & Nguyễn Hữu Tuấn, 2013; Võ Xuân Vinh & Nguyễn Phúc Cảnh, 2015). Nghiên cứu của Lại Trung Thành & Nguyễn Quang Bình (2018) là một trong số ít những nghiên cứu khám phá ảnh hưởng của CSTT đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp. Kết quả từ nghiên cứu của các tác giả này cho thấy hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp được tài trợ chủ yếu thông qua nguồn vốn nội bộ. Trong khi đó, kênh tín dụng của CSTT dường như không phát huy hiệu quả khi chưa thể trở thành nguồn tài trợ cho hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp.

### *2.2.2 Ảnh hưởng của nắm giữ tiền mặt lên mối quan hệ giữa CSTT và hoạt động đầu tư*

Một số các nghiên cứu cho rằng, đặc tính của doanh nghiệp có thể làm giảm tác động của CSTT đến đầu tư của doanh nghiệp. Cụ thể, Huang et al., (2012) đã nghiên cứu cách thức các đặc điểm của doanh nghiệp sẽ hạn chế ảnh hưởng của chính sách tiền tệ đối với hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết tại Trung Quốc trong giai đoạn từ quý 1/2002 đến quý 1/2011. Kết quả nghiên cứu cho thấy, các doanh nghiệp có tính thanh khoản cao hơn, mức tồn kho thấp hơn và tỷ lệ nợ trên tài sản thấp hơn thì ít nhạy cảm hơn với tác động của CSTT. Quy mô doanh nghiệp càng lớn thì càng ít chịu ảnh hưởng bởi CSTT tác động đến cung tiền, nhưng nhạy cảm hơn đối với CSTT tác động đến lãi suất.

Theo Yang et al., (2017), độ nhạy cảm của quyết định đầu tư của doanh nghiệp đối với sự thay đổi của CSTT phụ thuộc vào khả năng huy động vốn và nguồn lực nội bộ của doanh nghiệp. Khi có nhu cầu đầu tư mà doanh nghiệp không nắm giữ đủ tiền mặt và không thể huy động nguồn lực bên ngoài do CSTT thắt chặt thì doanh nghiệp có thể phải thanh lý tài sản, cắt giảm chi trả cổ tức và đàm phán giãn nợ. Doanh nghiệp khó tiếp cận vốn vay ngân hàng cũng khó có thể phát hành thêm cổ phiếu hoặc trái phiếu vì chi phí sử dụng vốn cao. Lý do là khi CSTT thắt chặt sẽ tác động tiêu cực đến thanh khoản của cả thị trường nhà đầu tư sẽ đòi hỏi phần chiết khấu đáng kể để bù đắp cho sự thiếu hụt thanh khoản này. Zulkhibri (2013) đã chỉ ra rằng CSTT ảnh hưởng đáng kể đến khả năng tiếp cận nguồn tài trợ bên ngoài của doanh nghiệp khi lãi suất gia tăng.

Vì mục đích phòng ngừa, doanh nghiệp nắm giữ tiền mặt nhằm ứng phó với sự biến động dòng tiền (Opler et al., 1999) và tránh rủi ro đầu tư dưới mức trong tương lai (Almeida et al., 2004). Do đó, dự trữ tiền mặt nói riêng và dự trữ thanh khoản nói chung có vai trò lớn trong việc duy trì đầu tư của doanh nghiệp trong bối cảnh thắt chặt tiền tệ. Duchin et al., (2010) đã chỉ ra rằng việc nắm giữ tiền mặt có tác động giúp phòng ngừa rủi ro cho hoạt động đầu tư. Nghĩa là, doanh nghiệp có lượng dự trữ tiền mặt càng nhiều thì càng được bảo vệ tốt hơn khỏi những tác động tiêu cực từ các cú sốc CSTT. Những doanh nghiệp có dự trữ tiền mặt thấp hoặc có tỉ lệ nợ ngắn hạn cao hoặc phụ thuộc nhiều vào nguồn tài trợ bên ngoài sẽ bị tác động nhiều hơn khi CSTT thay đổi.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1 Mô hình và giả thuyết nghiên cứu

Mô hình thực nghiệm của bài nghiên cứu được xây dựng trên cơ sở mô hình nghiên cứu của Yang et al., (2017). Cụ thể,

Mô hình kiểm định ảnh hưởng của CSTT đến hoạt động đầu tư của doanh nghiệp:

$$\text{Invest}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Invest}_{i,t-1} + \beta_2 \text{MP}_{t-1} + \beta_3 \text{Z}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Mô hình kiểm định ảnh hưởng của nắm giữ tiền mặt lên mối quan hệ giữa CSTT và hoạt động đầu tư của doanh nghiệp:

$$\text{Invest}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Invest}_{i,t-1} + \beta_2 \text{MP}_{t-1} + \beta_3 \text{Cash}_{i,t-1} + \beta_4 \text{MP}_{t-1} * \text{Cash}_{i,t-1} + \beta_5 \text{Z}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó  $i$  là công ty thứ  $i$  và  $t$  là giá trị cho năm  $t$

$\text{Invest}_{i,t}$  là biến phụ thuộc đo lường chi đầu tư của doanh nghiệp  $i$  vào năm  $t$ . Biến này được tính bằng cách lấy dòng tiền chi tiêu cho tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác trên báo cáo lưu chuyển tiền tệ trừ đi dòng tiền thu về từ việc bán những tài sản cố

định và dài hạn; sau đó chia cho tổng tài sản ở đầu kỳ nhằm loại bỏ sự khác biệt về quy mô giữa các doanh nghiệp.

$Invest_{i,t-1}$  là biến trễ của biến phụ thuộc, đóng vai trò như biến độc lập trong mô hình. Lý thuyết cấu trúc vốn cho rằng các công ty có thể điều chỉnh chi tiêu đầu tư của mình nhằm hướng đến cấu trúc vốn tối ưu nên đầu tư ở kỳ hiện tại có thể chịu ảnh hưởng bởi đầu tư ở kỳ trước đó.

$MP_{i,t-1}$ : Đại diện cho CSTT, được đo lường bằng đối số của tăng trưởng cung tiền M2. NHTW thường điều hành chính sách tiền tệ thông qua cả hai cơ chế là cung tiền (M2 mục tiêu) và lãi suất mục tiêu. Theo Li & Liu (2017), đối với các nền kinh tế mới nổi thì tổng cung tiền đóng vai trò quan trọng hơn so với lãi suất và nghiên cứu của Nguyễn Phúc Cảnh (2014) cũng cho rằng tại Việt Nam, CSTT truyền dẫn đến thị trường chứng khoán thông qua kênh cung tiền chứ không phải kênh lãi suất. Do đó, bài này sử dụng tăng trưởng cung tiền M2 để đo lường, tăng trưởng M2 càng cao thì CSTT càng mở rộng và ngược lại. Theo Yang et al., (2017), tác giả sử dụng giá trị cho biến MP là đối số của tăng trưởng M2, giá trị này càng thấp hàm ý CSTT mở rộng và MP càng cao hàm ý CSTT thắt chặt. Các lý thuyết cơ chế truyền dẫn đã chỉ ra CSTT có quan hệ ngược chiều với hoạt động đầu tư của doanh nghiệp. Do vậy, khi nghiên cứu trong điều kiện Việt Nam, giả thuyết kỳ vọng là:

***H1: CSTT thắt chặt sẽ làm giảm hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam.***

$Cash_{i,t-1}$ : Đo lường mức độ nắm giữ tiền mặt của công ty. Các nghiên cứu trước đó đã chỉ ra CSTT thắt chặt làm hạn chế khả năng tiếp cận nguồn tài trợ từ bên ngoài của doanh nghiệp (Zulhibri, 2013) từ đó có thể làm suy giảm hoạt động đầu tư. Tuy nhiên, nếu có nguồn tài trợ nội bộ dồi dào, chính sách đầu tư của doanh nghiệp sẽ bớt nhạy cảm hơn khi CSTT thay đổi (Duchin et al., 2010; Yang et al., 2017). Do vậy, trong bài nghiên cứu này, tác giả kỳ vọng:

***H2: Nắm giữ tiền mặt làm giảm tác động bất lợi của CSTT thắt chặt đối với đầu tư của doanh nghiệp.***

$Z_{i,t-1}$  là vector tập hợp các biến kiểm soát gồm: Dòng tiền nội bộ (CF), cơ hội đầu tư (Q), đòn bẩy tài chính (LEV), quy mô (SIZE), khả năng sinh lợi (ROA), cơ cấu tài sản (TANG) và tốc độ tăng trưởng doanh thu (GRO).

Từ những mối quan hệ giữa các biến được khám phá thông qua mô hình nghiên cứu (1) và (2) dựa trên số liệu toàn mẫu; tác giả sẽ mở rộng phạm vi xem xét các mối quan hệ này trong điều kiện tách mẫu dựa theo đặc điểm môi trường kinh doanh của tỉnh – thành

nơi doanh nghiệp đặt trụ sở kinh doanh chính. Ý tưởng cho việc mở rộng nghiên cứu này đến từ một số các nghiên cứu thực nghiệm trước đó.

Thứ nhất, nghiên cứu của Almazan et al., (2010) cho rằng vị trí địa lý của công ty đóng vai trò quan trọng trong các quyết định tài chính. Shao et al., (2015) cho rằng việc chính phủ Trung Quốc có nhiều chính sách ưu tiên phát triển các vùng kinh tế trọng điểm (Economic Development Areas - EDA), là những vùng hội tụ đầy đủ nhất các điều kiện phát triển, có khả năng tạo lợi thế cạnh tranh, làm đầu tàu tăng trưởng cho nền kinh tế sẽ khiến vị trí địa lý trở thành yếu tố có ảnh hưởng đến quyết định tài chính của doanh nghiệp. Họ chỉ ra rằng, trong EDA có xu hướng có nhiều cơ hội đầu tư hơn nên các doanh nghiệp có trụ sở chính tại đây thường có xu hướng nắm giữ nhiều tiền mặt hơn để có thể nhanh chóng nắm bắt các cơ hội đầu tư. Họ cũng tìm thấy mối tương quan dương giữa EDA và hoạt động đầu tư của doanh nghiệp và kết luận rằng vị trí địa lý trong EDA có thể thúc đẩy doanh nghiệp đầu tư nhiều hơn. Ngoài ra, chính sách của chính quyền cấp địa phương nơi doanh nghiệp đặt trụ sở kinh doanh chính cũng có thể ảnh hưởng đến môi trường kinh doanh của doanh nghiệp, từ đó ảnh hưởng đến các quyết định tài chính của họ. Từ đó, Shao et al., (2015) đã sử dụng bộ chỉ số đánh giá cải cách kinh tế cấp tỉnh thành để xem xét ảnh hưởng đến các quyết định tài chính của doanh nghiệp và tìm thấy mối tương quan dương giữa chỉ số này với nắm giữ tiền mặt và quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Yang et al., (2017) sử dụng thước đo phát triển tài chính cấp tỉnh thành nơi doanh nghiệp đặt trụ sở kinh doanh chính để xem xét ảnh hưởng của CSTT đến hoạt động đầu tư và ảnh hưởng của nắm giữ tiền mặt lên mối quan hệ giữa CSTT và đầu tư của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu cho thấy, CSTT thắt chặt làm giảm đầu tư của doanh nghiệp tại tỉnh thành có mức độ phát triển tài chính thấp hơn và mối quan hệ này không có ý nghĩa thống kê đối với nhóm doanh nghiệp tại tỉnh thành có mức độ phát triển tài chính cao hơn. Nắm giữ tiền mặt giúp các doanh nghiệp tại tỉnh thành có mức độ phát triển thấp hơn giảm thiểu được nhiều hơn những tác động bất lợi của CSTT thắt chặt đến hoạt động đầu tư. Vì điều kiện chính trị, kinh tế, xã hội của Việt Nam cũng có khá nhiều điểm tương đồng với Trung Quốc; chính phủ Việt Nam cũng có chiến lược ưu tiên phát triển các vùng kinh tế trọng điểm. Do vậy, khi nghiên cứu trong điều kiện Việt Nam, tác giả sẽ vận dụng phương pháp của Shao et al., (2015) và Yang et al., (2017) để mở rộng nghiên cứu. Tác giả sử dụng các biến giả: (i) EDA để phân loại doanh nghiệp có trụ sở chính đặt tại tỉnh thành thuộc vùng kinh tế trọng điểm hay không, EDA nhận giá trị 1 nếu doanh nghiệp thuộc tỉnh thành trong vùng kinh tế trọng điểm và ngược lại nhận giá trị 0. (ii) PCI để phân loại doanh nghiệp, PCI nhận giá trị 1 nếu nằm trong tỉnh thành có chỉ số năng lực cạnh tranh cấp tỉnh thành thuộc nhóm cao hơn trung vị của toàn mẫu nghiên cứu và ngược lại nhận giá trị 0. Vì PCI là chỉ số đánh giá và xếp hạng chính quyền các tỉnh,

thành của Việt Nam về chất lượng điều hành kinh tế và xây dựng môi trường kinh doanh thuận lợi cho việc phát triển doanh nghiệp trong tỉnh thành nên tác giả kỳ vọng nó có thể có ảnh hưởng nhất định đến các quyết sách tài chính của doanh nghiệp.

Thứ hai, từ lý thuyết tăng trưởng tân cổ điển đến lý thuyết tăng trưởng nội sinh đều chỉ ra vai trò của yếu tố công nghệ đối với tăng trưởng kinh tế. Các nghiên cứu thực nghiệm (Niebel, 2018; Dedrick et al., 2013) cho thấy công nghệ góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Cuevas-Vargas et al., (2016) và Chege et al., (2020) tìm thấy bằng chứng ICT có tương quan dương và có ý nghĩa thống kê trong việc giải thích biến động thành quả hoạt động của doanh nghiệp. Điều này có thể ảnh hưởng đến động cơ thúc đẩy các doanh nghiệp mở rộng hoạt động đầu tư. Tại Việt Nam, để đánh giá mức độ phát triển về công nghệ thông tin và truyền thông cũng như mức độ sẵn sàng phát triển và áp dụng công nghệ, Bộ Thông tin Truyền thông đã phối hợp với Hội Tin học Việt Nam tổ chức đánh giá hàng năm và xây dựng lên chỉ số Công nghệ thông tin và Truyền thông (ICT Index) cho các bộ-ngành và cấp tỉnh-thành phố trong cả nước. Chỉ số này được tổng hợp từ đánh giá của 3 chỉ số thành phần là hạ tầng kỹ thuật; hạ tầng nhân sự; ứng dụng công nghệ thông tin của các đơn vị. Chỉ số này sẽ được sử dụng để phân loại các doanh nghiệp trong mẫu thành nhóm thuộc tỉnh thành có năng lực công nghệ thông tin và truyền thông cao, nếu ICT index của tỉnh thành mà doanh nghiệp đặt trụ sở chính lớn hơn trung vị mẫu và ngược lại thuộc nhóm thấp. Từ đó xem xét sự khác biệt giữa 2 nhóm trong mối quan hệ giữa CSTT và đầu tư cũng như ảnh hưởng của nắm giữ tiền mặt đến mối quan hệ giữa CSTT và hoạt động đầu tư của doanh nghiệp.

**Bảng 3.1: Tóm tắt thông tin và cách tính các biến trong các mô hình**

Biến	Diễn giải	Nguồn
$INV_t$	$\frac{\text{Chi mua tài sản cố định trong năm} - \text{Dòng tiền thu từ thanh lý tài sản}}{\text{Tổng tài sản}}$	Báo cáo tài chính
$MP$	Bảng số đối của giá trị tăng trưởng cung tiền M2	ADB
$Cash$	$\frac{\text{Tiền và các khoản tương đương tiền} + \text{Đầu tư ngắn hạn}}{\text{Tổng tài sản}}$	Báo cáo tài chính
$CF$	Dòng tiền hoạt động kinh doanh/Tổng tài sản	Báo cáo tài chính
$Q$	Hệ số Q của Tobin. $Q = \frac{\text{Giá trị thị trường của vốn cổ phần} + \text{Giá trị sổ sách của nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$	Fiinpro, vietstock
$LEV$	Tổng nợ/Tổng tài sản	Báo cáo tài chính
$Size$	$\ln(\text{Tổng tài sản})$	Báo cáo tài chính
$ROA$	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	Báo cáo tài chính
$TANG$	Tổng tài sản cố định/Tổng tài sản	Báo cáo tài chính

Biến	Diễn giải	Nguồn
<i>GRO</i>	$GRO = \frac{\text{Doanh thu năm } t - \text{Doanh thu năm } t-1}{\text{Doanh thu năm } t-1}$	Báo cáo tài chính
<i>EDA</i>	Là biến giả, nhận giá trị 1 nếu trụ sở doanh nghiệp đặt tại tỉnh-thành trong vùng kinh tế trọng điểm; ngược lại nhận giá trị 0	<a href="http://chinhphu.vn">http://chinhphu.vn</a>
<i>PCI</i>	Là biến giả, nhận giá trị 1 nếu trụ sở doanh nghiệp đặt tại tỉnh thành có chỉ số năng lực cạnh tranh cấp tỉnh lớn hơn trung vị của mẫu nghiên cứu; ngược lại nhận giá trị 0.	<a href="http://www.pcivietnam.org">www.pcivietnam.org</a>
<i>ICT</i>	Là biến giả, nhận giá trị 1 nếu trụ sở doanh nghiệp đặt tại tỉnh thành có chỉ số đánh giá năng lực phát triển và ứng dụng công nghệ-thông tin và truyền thông lớn hơn trung vị của mẫu nghiên cứu; ngược lại nhận giá trị 0.	Bộ Thông tin và Truyền thông

### 3.2 Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu về tăng trưởng cung tiền M2 của Việt Nam được thu thập từ website của Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) <https://kidb.adb.org/>

Dữ liệu liên quan đến năng lực cạnh tranh cấp tỉnh thành được thu thập từ website [www.pcivietnam.org](http://www.pcivietnam.org); chỉ số chỉ số về độ sẵn sàng cho ứng dụng và phát triển công nghệ thông tin và truyền thông (ICT) của tỉnh – thành được thu thập từ cổng thông tin điện tử của Bộ Thông tin và Truyền thông;

Các dữ liệu cấp vi mô được tổng hợp từ thông tin của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội và Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh. Nguồn dữ liệu được thu thập từ (i) Hệ thống *FinPro Platform* (ii) tài liệu đại hội cổ đông, báo cáo thường niên, báo cáo quản trị và các báo cáo tài chính được công khai và tổng hợp trên các website chính thức của Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh và các chuyên trang tài chính như [www.vietstock.vn](http://www.vietstock.vn), [www.cafef.vn](http://www.cafef.vn).

Khung thời gian nghiên cứu của bài được xác định trong giai đoạn 2009-2019. Từ danh sách tất cả các công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán đến cuối 2019, tác giả tiến hành loại bỏ những doanh nghiệp thuộc lĩnh vực tài chính như ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm; loại bỏ các doanh nghiệp đã bị hủy niêm yết hoặc chuyển sang giao dịch trên Upcom tính đến hết năm 2019 và các doanh nghiệp không đủ dữ liệu liên tục trong 5 năm gần đây nhất bị loại ra khỏi mẫu.

Như vậy, dữ liệu thu thập được có dạng dữ liệu bảng động không cân đối nên phương pháp GMM là ước lượng phù hợp (Mileva, 2007). Ngoài ra, theo Nickell (1981) cho rằng dữ liệu bảng có số đối tượng (công ty) nhiều, khung thời gian nghiên cứu ngắn sử dụng GMM sẽ thích hợp hơn và điều này phù hợp với mẫu nghiên cứu thực tế tại Việt Nam



của tác giả. Cụ thể hơn, tác giả sử dụng ước lượng GMM hệ thống hai bước nhằm cải thiện tính hiệu quả của ước lượng, khắc phục hạn chế của giả định rằng mô hình cho phép có tự tương quan bậc nhất giữa các sai số.

**Bảng 3.2 Thống kê về các công ty trong mẫu theo từng năm**

Năm	Toàn mẫu	
	<i>Số công ty</i>	<i>% theo năm</i>
<b>2009</b>	296	5.92%
<b>2010</b>	412	8.25%
<b>2011</b>	447	8.95%
<b>2012</b>	461	9.23%
<b>2013</b>	476	9.53%
<b>2014</b>	484	9.69%
<b>2015</b>	484	9.69%
<b>2016</b>	484	9.69%
<b>2017</b>	484	9.69%
<b>2018</b>	484	9.69%
<b>2019</b>	484	9.69%
<b>Tổng</b>	<b>4,996</b>	<b>100%</b>

#### 4. Kết quả nghiên cứu

Trước khi thực hiện mô tả dữ liệu và ước lượng, tác giả sử dụng kỹ thuật biến đổi winsor (winsorization) ở mức 1% và 99% nhằm khử bỏ ảnh hưởng của những quan sát bất thường và giảm thiểu các lỗi dữ liệu có thể có. Kết quả thống kê mô tả các biến được trình bày trong Bảng 4.1 cho thấy, đầu tư của doanh nghiệp niêm yết trong mẫu nghiên cứu tại Việt Nam trong giai đoạn 2009-2019 chiếm trung bình khoảng 4.18% giá trị tổng tài sản. Trong đó, chênh lệch về tỷ lệ đầu tư trên tổng tài sản trung bình giữa các doanh nghiệp có trụ sở chính đặt tại các vùng kinh tế trọng điểm (EDA) và các doanh nghiệp nằm ngoài vùng kinh tế trọng điểm không đáng kể (4.17% và 4.24%). Đáng chú ý là tỷ lệ đầu tư trung bình của các doanh nghiệp thuộc các tỉnh có ICT thấp lại vượt trội hơn của nhóm doanh nghiệp nằm trong tỉnh có ICT cao (4.95% so với 3.66%). Biến đại diện cho chính sách tiền tệ trong giai đoạn nghiên cứu mang giá trị trung bình là -18.2%. Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trung bình trong toàn mẫu là 13.5% và có sự chênh lệch đáng kể giữa các nhóm doanh nghiệp được phân loại. Cụ thể, nhóm doanh nghiệp có trụ sở chính đặt trong vùng kinh tế trọng điểm hay thuộc nhóm tỉnh – thành có chỉ số năng lực cạnh tranh cao hoặc chỉ số phát triển và ứng dụng công nghệ thông tin và truyền thông cao lại có xu hướng nắm giữ tiền mặt nhiều hơn so với nhóm còn lại.

**Bảng 4.1: Thống kê mô tả dữ liệu**

Biến	Toàn mẫu		DN ngoài EDA (Obs: 712)		DN trong EDA (Obs: 4,284)		DN trong tỉnh có PCI thấp (obs: 2,059)		DN trong tỉnh có PCI cao (obs: 2,937)		DN trong tỉnh có ICT thấp (Obs: 2,033)		DN trong tỉnh có ICT cao (Obs: 2,963)	
	Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD
Invest <sub>i,t</sub>	0.0418	0.0880	0.0424	0.0882	0.0417	0.0880	0.0445	0.0942	0.0400	0.0834	0.0495	0.0939	0.0366	0.0833
MP	-18.2029	5.9103	-18.3951	6.1559	-18.1709	5.8686	-18.2947	5.8764	-18.1385	5.9341	-18.3560	5.9770	-18.0978	5.8628
Cash	0.1350	0.1418	0.1068	0.1271	0.1396	0.1435	0.1281	0.1385	0.1398	0.1439	0.1269	0.1427	0.1405	0.1408
CF	0.0417	0.1232	0.0480	0.1133	0.0407	0.1247	0.0402	0.1266	0.0428	0.1207	0.0529	0.1237	0.0341	0.1223
LEV	0.2658	0.2326	0.2813	0.2438	0.2632	0.2306	0.2710	0.2355	0.2621	0.2305	0.2875	0.2448	0.2509	0.2227
SIZE	13.3300	1.4656	12.8297	1.4257	13.4131	1.4557	13.1566	1.4288	13.4515	1.4790	13.1810	1.4705	13.4321	1.4536
ROA	0.0581	0.0822	0.0628	0.0940	0.0574	0.0800	0.0571	0.0856	0.0589	0.0797	0.0649	0.0878	0.0535	0.0778
Q	1.0314	0.4260	1.0221	0.4529	1.0330	0.4214	1.0022	0.3879	1.0519	0.4497	1.0394	0.4376	1.0259	0.4178
TANG	0.1973	0.1930	0.2766	0.2238	0.1841	0.1841	0.2123	0.1972	0.1867	0.1893	0.2513	0.2019	0.1603	0.1774
GRO	0.0669	0.6655	0.0653	0.6488	0.0672	0.6683	0.0677	0.6506	0.0664	0.6759	0.0670	0.6456	0.0669	0.6789

Bảng 4.2 trình bày chi tiết kết quả hồi quy theo GMM hệ thống 2 bước lượng hóa ảnh hưởng của CSTT đến hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam (Mô hình 1) và ảnh hưởng của nắm giữ tiền mặt lên mối quan hệ giữa CSTT với hoạt động đầu tư của doanh nghiệp (Mô hình 2).

**Bảng 4.2: Kết quả hồi quy toàn mẫu nghiên cứu**

	Mô hình (1)	Mô hình (2)
_cons	0.0089	-0.0062
	(0.6367)	(-0.4607)
Invest <sub>i,t-1</sub>	0.0821**	0.0726**
	(2.5240)	(2.3371)
MP	-0.0006***	-0.0011***
	(-3.0823)	(-4.9802)
Cash		0.1588***
		(7.2033)
MP x Cash		0.0036***
		(3.4171)
CF	0.1091***	0.1432***
	(7.1684)	(8.4064)
LEV	0.1209***	0.1417***
	(9.5702)	(10.5286)
SIZE	-0.0034***	-0.0037***
	(-3.0907)	(-3.3864)
ROA	0.0432**	0.0308*
	(2.3919)	(1.7071)
Q	0.0119***	0.0034
	(2.5837)	(0.7543)
TANG	0.0347***	0.0382***
	(2.7390)	(3.0574)
GRO	0.0004	0.0007
	(0.2876)	(0.5164)
Số quan sát	4,511	4,511
AR(1)	0.000	0.000
AR(2)	0.378	0.364
Hansen test	0.700	0.783

t statistics in parentheses. \* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Kết quả: Mô hình 1 cho thấy hệ số của biến MP mang giá trị âm nghĩa là CSTT có ảnh hưởng ngược chiều đối với hoạt động đầu tư. Do đó, nếu CSTT thắt chặt thì sẽ làm đầu tư của doanh nghiệp sụt giảm. Điều này phù hợp với khung lý thuyết về truyền dẫn CSTT và đồng thời củng cố kết quả của các nghiên cứu trước đó (Luo & Nie, 2012; Morck et al., 2013) và là đáp án cho câu hỏi nghiên cứu thứ nhất của bài nghiên cứu.

Mô hình 2 cho thấy hệ số hồi quy của biến Cash và biến tương tác MP x Cash đều mang dấu dương cho thấy việc doanh nghiệp gia tăng nắm giữ tiền mặt có thể giúp làm giảm tác động bất lợi lên hoạt động đầu tư trong bối cảnh CSTT thắt chặt. Nói cách khác, nếu doanh nghiệp có nguồn tài trợ càng dồi dào thì mức độ phải điều chỉnh chính sách

đầu tư trước các cú sốc của CSTT sẽ càng thấp. Điều này trả lời cho câu hỏi nghiên cứu thứ hai và cũng phù hợp với một số các nghiên cứu thực nghiệm trước đó, Duchin et al. (2010), Yang et al. (2017).

Để trả lời câu hỏi nghiên cứu thứ ba về đặc điểm môi trường kinh doanh cấp tỉnh thành (EDA, PCI, ICT) ảnh hưởng như thế nào đến mối quan hệ giữa CSTT, nắm giữ tiền mặt và hoạt động đầu tư; thay vì sử dụng biến tương tác 3 cấp (ví dụ MP x Cash x EDA), tác giả sử dụng phương pháp phân loại thành từng mẫu nhỏ đối lập và so sánh tác động khác biệt giữa các nhóm này như cách của Poncet et al., (2010). Cách tiếp cận nhóm như vậy sẽ nắm bắt tốt hơn sự thay đổi và có ý nghĩa hơn trong việc giải thích kết quả (Yang et al., 2017).

**Bảng 4.3: Kết quả hồi quy cho mẫu phân loại theo vị trí địa lý đặt trụ sở chính của doanh nghiệp trong vùng kinh tế trọng điểm và ngoài vùng kinh tế trọng điểm**

	DN năm ngoài EDA		DN năm trong EDA	
	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (1)	Mô hình (2)
_cons	0.0410 (1.2968)	0.0020 (0.0687)	0.0100 (0.6623)	-0.0117 (-0.9206)
Invest <sub>i,t-1</sub>	0.1162*** (6.2787)	0.1083*** (5.8707)	0.0891** (2.3334)	0.1665*** (9.7651)
MP	0.0004 (1.4961)	0.0003 (1.2918)	-0.0006*** (-3.0119)	-0.0013*** (-5.6840)
Cash		0.0999** (2.1794)		0.1674*** (7.7002)
MP x Cash		-0.0021 (-0.6800)		0.0058*** (6.3406)
CF	0.1837*** (8.5212)	0.1810*** (5.8785)	0.1008*** (6.2817)	0.1586*** (9.6354)
LEV	0.1608*** (10.4914)	0.1612*** (9.0636)	0.1110*** (8.4182)	0.1290*** (10.2715)
SIZE	-0.0029 (-1.2107)	-0.0006 (-0.2559)	-0.0038*** (-3.2022)	-0.0036*** (-3.6012)
ROA	0.0557** (2.2062)	0.0332 (1.4394)	0.0488** (2.2846)	0.0327 (1.5862)
Q	-0.0220*** (-3.5751)	-0.0264*** (-5.1653)	0.0162*** (3.4839)	0.0068* (1.8480)
TANG	0.0128 (0.7592)	0.0097 (0.5732)	0.0467*** (3.1710)	0.0353*** (2.8338)
GRO	-0.0050** (-2.0048)	-0.0044* (-1.6987)	0.0009 (0.6315)	0.0026* (1.9393)
Số quan sát	642	642	3,869	3,869
AR(1)	0.000	0.000	0.000	0.000
AR(2)	0.492	0.497	0.604	0.632
Hansen test	0.140	0.184	0.134	0.147

t statistics in parentheses. \* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

**Bảng 4.4: Kết quả hồi quy cho mẫu phân loại theo năng lực cạnh tranh cấp tỉnh – thành nơi doanh nghiệp đặt trụ sở chính**

	DN tọa lạc ở tỉnh có PCI thấp		DN tọa lạc ở tỉnh có PCI cao	
	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (1)	Mô hình (2)
_cons	0.0213 (0.7550)	0.0297 (1.1923)	-0.0200 (-1.2774)	-0.0309** (-2.3305)
Invest <sub>i,t-1</sub>	0.0451 (0.4830)	0.0975** (2.4871)	0.0054 (0.1054)	0.1149*** (6.0138)
MP	-0.0005* (-1.6543)	-0.0008** (-2.5521)	-0.0006** (-2.4263)	-0.0012*** (-4.5020)
Cash		0.1819*** (5.1996)		0.1293*** (5.1102)
MP x Cash		0.0044** (2.3266)		0.0039*** (3.6781)
CF	0.1403*** (6.1991)	0.1740*** (7.3509)	0.0945*** (4.9430)	0.1238*** (6.3552)
LEV	0.1312*** (6.2624)	0.1668*** (7.9749)	0.1048*** (7.4934)	0.1100*** (8.5387)
SIZE	-0.0030 (-1.3898)	-0.0051*** (-2.6741)	-0.0013 (-1.1328)	-0.0017* (-1.6473)
ROA	0.0846*** (3.0384)	0.0484** (2.1517)	0.0223 (1.0162)	0.0142 (0.6711)
Q	-0.0001 (-0.0125)	-0.0079 (-0.8617)	0.0148*** (3.0141)	0.0067* (1.6716)
TANG	-0.0031 (-0.1824)	-0.0157 (-0.9975)	0.0772*** (4.5195)	0.0692*** (5.0922)
GRO	-0.0011 (-0.5388)	0.0014 (0.7783)	-0.0008 (-0.5148)	0.0014 (1.0102)
Số quan sát	1,825	1,825	2,686	2,686
AR(1)	0.000	0.000	0.000	0.000
AR(2)	0.231	0.645	0.408	0.709
Hansen test	0.889	0.511	0.476	0.702
t statistics in parentheses. * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01				

Kết quả hồi quy trong Bảng 4.4, cho thấy tác động nhất quán của CSTT đến hoạt động đầu tư khi đầu của tất cả các mô hình đều âm và có ý nghĩa thống kê. Khi CSTT thắt chặt, đầu tư của các doanh nghiệp có trụ sở chính tại các tỉnh có PCI cao sụt giảm nhiều hơn so với các doanh nghiệp trong nhóm tỉnh thành có PCI thấp. Tuy nhiên, tác động của nắm giữ tiền mặt trong việc giảm thiểu tác động bất lợi của CSTT thắt chặt lên hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp thuộc tỉnh thành có PCI thấp lại mạnh mẽ hơn so với tác động lên các doanh nghiệp thuộc tỉnh thành có PCI cao (hệ số MP x Cash khoảng 0.44% so với 0.39%). Kết quả này khá nhất quán với kết luận của Yang et al., (2017). Điều này hàm ý rằng, hoạt động đầu tư của các công ty hoạt động trong môi trường kém cạnh tranh

hơn chủ yếu phụ thuộc vào nguồn tài trợ nội bộ khi khả năng tiếp cận nguồn tài trợ bên ngoài bị hạn chế do CSTT thắt chặt.

Bảng 4.5 cho thấy CSTT thắt chặt có ảnh hưởng nhất quán làm giảm hoạt động đầu tư (hệ số biến MP ở tất cả các mô hình đều âm) của các doanh nghiệp phân nhóm theo năng lực phát triển và ứng dụng ICT của tỉnh thành mà doanh nghiệp đặt trụ sở kinh doanh chính. Nguồn tài trợ nội bộ dồi dào (nắm giữ tiền mặt cao) sẽ có tác động làm giảm ảnh hưởng bất lợi của CSTT thắt chặt đến hoạt động đầu tư. Trong đó, các doanh nghiệp ở tỉnh thành có ICT cao có xu hướng được hưởng lợi lớn hơn nếu nắm giữ nhiều tiền mặt hơn trong bối cảnh CSTT thắt chặt.

**Bảng 4.5: Kết quả hồi quy cho mẫu phân loại theo năng lực phát triển và ứng dụng ICT của tỉnh-thành nơi doanh nghiệp đặt trụ sở kinh doanh chính**

	DN tọa lạc ở tỉnh có ICT thấp		DN tọa lạc ở tỉnh có ICT cao	
	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (1)	Mô hình (2)
_cons	0.0228 (0.8870)	-0.0002 (-0.0103)	-0.0066 (-0.4308)	-0.0268** (-2.0297)
Invest <sub>i,t-1</sub>	0.1175 (1.5282)	0.1225*** (3.3339)	0.0889** (2.4650)	0.1541*** (9.9166)
MP	-0.0004 (-1.4223)	-0.0009*** (-2.6747)	-0.0005** (-2.3378)	-0.0011*** (-4.4306)
Cash		0.1533*** (4.1803)		0.1527*** (6.9233)
MP x Cash		0.0036** (1.9922)		0.0050*** (5.0364)
CF	0.1596*** (5.9903)	0.1918*** (7.1354)	0.0775*** (4.3931)	0.1228*** (6.9490)
LEV	0.1577*** (7.8205)	0.1753*** (8.5163)	0.0873*** (6.4487)	0.1012*** (8.6623)
sSIZE	-0.0036* (-1.8713)	-0.0032* (-1.8699)	-0.0025** (-2.0795)	-0.0021** (-1.9675)
ROA	0.0689** (2.2518)	0.0519* (1.8275)	0.0094 (0.4746)	0.0055 (0.3083)
Q	-0.0011 (-0.1477)	-0.0099 (-1.3271)	0.0204*** (4.2799)	0.0112** (2.5424)
TANG	-0.0065 (-0.3441)	0.0013 (0.0774)	0.0711*** (4.8919)	0.0592*** (4.5373)
GRO	-0.0013 (-0.5406)	-0.0027 (-1.2347)	0.0017 (1.3807)	0.0028** (2.3227)
Số quan sát	1,826	1,826	2,685	2,685
AR(1)	0.000	0.000	0.000	0.000
AR(2)	0.525	0.471	0.757	0.455
Hansen test	0.853	0.420	0.594	0.570

t statistics in parentheses. \* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

Để đảm bảo tính tin cậy của các mô hình ước lượng, các kiểm định Arellano-Bond cho AR (1), AR (2) và kiểm định Overidentifying Restrictions hay kiểm định Hansen J test được

thực hiện và kết quả trong các Bảng từ 4.2 đến Bảng 4.5 đều cho thấy kết quả nhất quán là mặc dù có tự tương quan bậc 1 (Hàng AR(1) có ý nghĩa thống kê) nhưng các mô hình hoàn toàn không bị tự tương quan bậc 2 (Hàng AR(2) không có ý nghĩa thống kê). Tuy nhiên, tự tương quan bậc 1 đã được xử lý bằng tùy chọn 2 bước (two-step) khi ước lượng GMM hệ thống nhằm giúp mô hình có tính hiệu quả hơn. Các hàng giá trị Hansen test cũng cho thấy các biến công cụ được sử dụng trong mô hình là phù hợp. Từ đó có thể khẳng định rằng các ước lượng cho các mô hình nghiên cứu là phù hợp và có độ tin cậy.

## 5. Kết luận

Bài nghiên cứu thực hiện trên mẫu trung bình hơn 400 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2009-2019 cho thấy đầu tư của doanh nghiệp sẽ bị sụt giảm nếu CSTT thắt chặt và việc nắm giữ lượng tiền mặt dồi dào được xem như là công cụ quan trọng giúp doanh nghiệp hạn chế các tác động bất lợi của CSTT thắt chặt lên hoạt động đầu tư. Khi xem xét ảnh hưởng của môi trường đầu tư cấp tỉnh thành nơi doanh nghiệp đặt trụ sở chính, kết quả nghiên cứu này nhất quán và có ý nghĩa thống kê cao với mẫu các doanh nghiệp thuộc các tỉnh thành có môi trường kinh doanh thuận lợi hơn (thuộc EDA, PCI cao hoặc năng lực ICT cao). Kết quả không có ý nghĩa đối với mẫu nghiên cứu là các doanh nghiệp ngoài EDA, có ý nghĩa thấp hơn đối với nhóm doanh nghiệp thuộc tỉnh thành có PCI hoặc ICT thấp hơn. Kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra, đầu tư của các doanh nghiệp tại các tỉnh thành có môi trường kinh doanh thuận lợi nhạy cảm hơn với những thay đổi trong CSTT.

## Tài liệu tham khảo

- Almazan, A., Motta, A. D., Titman, S., & Uysal, V. (2010). Financial structure, liquidity and firm locations. *Journal of Finance*, 65, 529–563.
- Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M.S., 2004. The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804
- Bernanke, B.S., Gertler, M., 1995. Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. *J. Econ. Perspect.* 9 (4), 27–48.
- Cánh, N.P, (2014). Truyền dẫn của chính sách tiền tệ qua kênh giá tài sản tài chính: Nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí Phát triển và hội nhập*, 19(29).
- Chege, S. M., Wang, D., & Suntu, S. L. (2020). Impact of information technology innovation on firm performance in Kenya. *Information Technology for Development*, 26(2), 316-345.
- Cuevas-Vargas, H., Estrada, S., & Larios-Gómez, E. (2016). The Effects of ICTs As Innovation Facilitators for a Greater Business Performance. Evidence from Mexico. *Procedia Computer Science*, 91, 47-56.

- Dedrick, J., Kraemer, K. L., & Shih, E. (2013). Information technology and productivity in developed and developing countries. *Journal of Management Information Systems*, 30(1), 97–122.
- Duchin, R., Ozbas, O., Sensoy, B.A., 2010. Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 418-435.
- Gong, G.M., Meng, S., 2012. Monetary policy, financing constraints and corporate investment. *Res. Econ. Manage.* 11, 95–104 (in Chinese).
- Huang, Y.S., Song, F.M., Wang, Y., 2012. Monetary policy and corporate investment: evidence from Chinese micro data. *China World Econ.* 20 (5), 1–20.
- Jing, Q.L., Kong, X., Hou, Q.C., 2012. Monetary policy, investment efficiency and equity value. *Econ. Res. J.* 47 (5), 96–106 (in Chinese).
- Kashyap, A.K., Stein, J.C., Wilcox, D.W., 1993. Monetary policy and credit conditions: evidence from the composition of external finance. *Am. Econ. Rev.* 83 (1), 78–98
- Li, B., Liu, Q., 2017. On the choice of monetary policy rules for china: a bayesian DSGE Approach. *China Economic Review.*44,166-185
- Luo, M., Nie, W.Z., 2012. Fiscal policy, monetary policy and dynamic adjustment of corporate capital structure: empirical evidence based on listed firms in China. *Econ. Sci.* 5, 18–32 (in Chinese).
- Mileva, E. (2007), Using Arellano-Bond dynamic panel GMM estimators in stata, Economic Department, Fordham University, July, 9.
- Mishkin, F. S. (1996). The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy. National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No. 5464.
- Morck, R., Yavuz, M., & Yeung, B. (2013). State-Controlled Banks and the Effectiveness of Monetary Policy. *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.2255234
- Nickell, S. (1981). Biases in Dynamic Models with Fixed Effects. *Econometrica*, 49(6), 1417-1426.
- Niebel, T. (2018). ICT and economic growth – Comparing developing, emerging and developed countries. *World Development*, 104, 197-211.
- Oliner, S.D., Rudebusch, G.D., 1996. Is there a broad credit channel for monetary policy? *Econ. Rev.* 1, 3–13.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., 1999. The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3–46
- Poncet, S., Steingress, W., Vandebussche, H., 2010. Financial constraints in China: Firm level evidence. *China Economic Review*, 21(3), 411-422.
- Qian, Y., 2013. A study on monetary policy and corporate investment: based on firm-level dynamic panel data. *Econ. Manage.* 01, 37–43 (in Chinese).
- Sang, T. M (2019). Tác động của chính sách tiền tệ đến tăng trưởng kinh tế. *Tạp chí Tài chính kỳ 2 tháng 10/2019*.
- Shao, Y., Hernández, R., & Liu, P. (2015). Government intervention and corporate policies: Evidence from China. *Journal of Business Research*, 68(6), 1205-1215



- Thành, L.T., & Bình, N.Q. (2018). Chính sách tiền tệ và hoạt động đầu tư của doanh nghiệp: Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 29 (5), 46-67
- Thơ, T. N., & Tuấn, N. H. (2013). Cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ ở Việt Nam tiếp cận theo mô hình SVAR. *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, (10 (20)), 8-16.
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15-29.
- Vinh, V. X., & Cảnh, N. P. (2015). Các yếu tố ảnh hưởng đến kênh cho vay trong truyền dẫn chính sách tiền tệ. *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, (112), 38.
- Yang, X., Han, L., Li, W., Yin, X., & Tian, L. (2017). Monetary policy, cash holding and corporate investment: Evidence from China. *China Economic Review*, 46. doi: 10.1016/j.chieco.2017.09.001
- Zulhibri, M., 2013. Corporate investment behaviour and monetary policy: evidence from firm-level data for Malaysia. *Glob. Econ. Rev.*42 (3), 269–290

# 48.

## TÁC ĐỘNG ĐẦU TƯ VỐN TRÍ TUỆ ẢNH HƯỞNG ĐẾN THÀNH QUẢ CỦA CÁC NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI VIỆT NAM

Trần Thị Thuỳ Linh\*

Nguyễn Hoàng Thuỳ Bích Trâm\*

Nguyễn Vũ Trình\*

### Tóm tắt

Mục tiêu của bài báo nghiên cứu tác động đầu tư vốn trí tuệ ảnh hưởng đến thành quả (vòng quay tổng tài sản (ATO) và năng suất nhân viên (EP)) của các ngân hàng thương mại (NHTM) Việt Nam trong kỷ nguyên số. Cuộc cách mạng Công nghiệp 4.0, với phương pháp Ước lượng bình phương tối thiểu tổng quát khả thi (FGLS). Mẫu nghiên cứu bao gồm 27 NHTM trong giai đoạn 2009-2019. Kết quả cho rằng, các NHTM Việt Nam đã và đang tập trung đầu tư vào vốn trí tuệ nhưng vẫn chưa chú trọng vào thiết lập cấu trúc vốn tối ưu để nâng cao năng suất hoạt động và giá trị ngân hàng. Ngoài ra, hoạt động đầu tư vào vốn trí tuệ đã ảnh hưởng tích cực đến năng suất nhân viên của các NHTM qua hai yếu tố: hiệu quả nguồn nhân lực và hiệu quả sử dụng vốn. Trong nghiên cứu này, nhóm tác giả kỳ vọng các NHTM Việt Nam cần xem xét chính sách đầu tư vốn trí tuệ hiệu quả hơn để nâng cao hiệu quả hoạt động và năng lực cạnh tranh trong ngành.

**Từ khóa:** Vốn trí tuệ, năng suất hoạt động, hiệu quả nguồn nhân lực, hiệu quả sử dụng vốn, hiệu quả cấu trúc vốn.

### 1. Giới thiệu

Bước vào thế kỷ XXI, thế giới đã trải qua 4 cuộc cách mạng công nghiệp (CMCN, The fourth Industrial Revolution) góp phần phát triển các sản phẩm, dịch vụ tài chính- ngân hàng. Cuộc CMCN 4.0 (Industry 4.0 Revolution) góp phần tự động hóa và con người sẽ cùng nhau làm việc theo một cách hoàn toàn mới. Các hệ thống này sử dụng thuật toán “Machine learning” để học hỏi và điều khiển máy móc, cần rất ít hoặc thậm chí là không cần sự can thiệp nào từ con người. Những thành tựu của cuộc cách mạng này đã tạo nhiều

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [linhtcdn@ueh.edu.vn](mailto:linhtcdn@ueh.edu.vn)

thay đổi về cơ cấu và chất lượng nguồn nhân lực. Đặc biệt là nguồn nhân lực chất lượng cao, có khả năng giải quyết nhanh các vấn đề thực tiễn và tư duy sáng tạo.

Trong xu hướng toàn cầu, cơn sốt đầu tư vào giới startup trí tuệ nhân tạo đang ngày càng gia tăng trên các lĩnh vực, các ngành nghề. Giám đốc công nghệ của Microsoft - Kevin Acott khẳng định: “*Trí tuệ nhân tạo sẽ là xu hướng thay đổi thế giới trong vòng 10 năm tới*”. Do đó, việc tối ưu hóa nguồn lực trí tuệ hay đầu tư vào vốn trí tuệ vẫn là vấn đề đề ngỏ đối với các nước đang phát triển, Việt Nam không ngoại lệ.

Trong những năm gần đây, ngân hàng toàn cầu đã được biến đổi bởi kiến thức như một nguồn của cải, so với các tài sản hữu hình và vật chất khác (Bontis, 1998). Kiến thức đã trở thành sự giàu có của các tổ chức tài chính. World Bank (1999) tuyên bố: “*Kiến thức là một công cụ sản xuất mạnh nhất của chúng tôi*”. Các NHTM là các công ty dịch vụ đã được phân loại như một lĩnh vực chuyên sâu về tri thức (Branco và cộng sự, 2011). Nhiều nghiên cứu tìm hiểu sự liên quan của tri thức đối với hoạt động của các NHTM (Edvinsson và Malone, 1997; Firer và Mitchell Williams, 2003; Kamath, 2015), cho rằng sự thừa nhận và phát triển quản trị tri thức (tài sản vô hình) là một khía cạnh quan trọng của hoạt động quản trị ngân hàng. Chen và cộng sự (2005) tuyên bố rằng các NHTM là nguồn có giá trị kinh tế và năng suất cao hơn đến từ vốn trí tuệ (Intellectual capital- IC). Hiện tượng này đã làm cho khái niệm về vốn trí tuệ trở nên phổ biến trong kỷ nguyên kinh tế tri thức hiện nay, theo lý thuyết cơ sở tri thức (knowledge-based theory - KBV). Barney (1991) đã xem xét các tài nguyên tài sản trí tuệ này có thể là vốn vật chất, vốn tổ chức và nguồn nhân lực.

Ngoài ra, việc thúc đẩy khởi nghiệp về trí tuệ nhân tạo (Artificial intelligence- AI) đang trở thành chiến lược quốc gia của chính phủ nhiều nước như Singapore, Trung Quốc, Mỹ... với hàng tỷ USD đổ vào nghiên cứu, phát triển lĩnh vực AI. Điển hình như Trung Quốc, với tham vọng trở thành cường quốc đứng đầu về AI năm 2030, đã đưa AI trở thành môn học được đào tạo tại các chương trình đại học. Trong năm 2019, Bộ Kế hoạch & Đầu tư công bố Dự thảo Chiến lược quốc gia về cuộc CMCN 4.0 đến năm 2030. Theo dự thảo, mục tiêu của Việt Nam là có ít nhất 5 công ty công nghệ đạt giá trị từ 1 tỷ USD vào năm 2025, và tăng gấp đôi trong 5 năm tiếp theo. Tổng đầu tư xã hội cho R&D (nghiên cứu và phát triển) dự kiến đạt ít nhất 1.5% GDP đến năm 2025. Đến 2030, Việt Nam nằm trong nhóm 30 nước dẫn đầu về số sáng chế trong các lĩnh vực công nghệ ưu tiên. Vì vậy, việc nghiên cứu tác động của các yếu tố thành phần trong đầu tư vào AI lên năng suất hoạt động của các doanh nghiệp Việt Nam, đặc biệt các NHTM rất cần thiết trong thời đại kỷ nguyên số hiện nay.

Do đó, mục tiêu của bài báo nhằm nghiên cứu hai vấn đề: (i) *Kiểm tra tác động của đầu tư vốn trí tuệ đến năng suất hoạt động của các ngân hàng thương mại;* (ii) *Kiểm định ảnh hưởng của ba thành phần trong mô hình VAIC được phát triển bởi Pulic (1998, 2000) bao gồm: hiệu quả nguồn nhân lực, hiệu quả sử dụng vốn và hiệu quả cấu trúc vốn lên năng suất hoạt động của các NHTM Việt Nam.*

## **2. Tổng quan lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm**

### **2.1 Khung lý thuyết liên quan đến vốn trí tuệ và các yếu tố quyết định đến năng suất hoạt động của ngân hàng**

#### *2.1.1 Khung lý thuyết liên quan đến vốn trí tuệ*

Theo lý thuyết nguồn lực (Resource-Based Theory), tài nguyên của một công ty là con người, vật chất hoặc tổ chức và có thể vô hình hoặc hữu hình (Barney, 1991). Các nhà nghiên cứu cho rằng trong thời đại tri thức hiện nay, tài sản vô hình, còn được gọi là vốn trí tuệ (IC), là yếu tố tạo nên sự khác biệt trong hoạt động của công ty (Edvinsson và Malone, 1997). Tương tự, Pulic (1998, 2000) đưa ra một mô hình gọi là giá trị gia tăng vốn trí tuệ (VAIC), nhằm đo lường hiệu quả vốn trí tuệ của một công ty trong nền kinh tế tri thức hiện nay. Theo Pulic (2000), mô hình này liên quan đến vốn vật chất, cơ cấu và nguồn vốn nhân lực để tạo ra giá trị cho các công ty.

IC được sử dụng như một thuật ngữ chung để chỉ tất cả các tài nguyên tri thức (cơ sở dữ liệu thông tin và tri thức), tài sản tri thức (các phương pháp sản xuất) và quyền sở hữu tri thức như bằng sáng chế phát minh và thương hiệu mà được nắm giữ bởi một công ty hoặc một tổ chức đã đăng ký với chính quyền để được quyền sở hữu hoặc kiểm soát. Ngoài ra, IC còn được xem là những tri thức, trí tuệ và kinh nghiệm của người lao động cũng như nguồn tri thức được lưu giữ trong các cơ sở dữ liệu thông tin, hệ thống, phương thức, văn hóa và triết lý kinh doanh của bất kỳ tổ chức nào.

IC của một tổ chức cũng bao gồm những tài nguyên và tài sản vô hình được sử dụng để tạo ra giá trị quan trọng như: những phương thức, sản phẩm và dịch vụ mới để phục vụ cho mục đích hoạt động của tổ chức đó.

Tóm lại, IC là tất cả các nguồn tài sản vô hình mà một tổ chức đang sở hữu và qua đó họ có được lợi thế so sánh; và bằng cách kết hợp với các nguồn tài sản hữu hình, là tiền đề các tổ chức tạo ra được các giá trị trong tương lai.

Thủ tướng Chính phủ yêu cầu các doanh nghiệp Việt Nam phải thực hiện: “Chiến lược sở hữu trí tuệ (SHTT) đến hết năm 2030 với quan điểm hoạt động về chủ đề SHTT có sự tham gia tích cực của tất cả các chủ thể trong xã hội, trong đó bao gồm các viện nghiên cứu,

trường đại học, các cá nhân hoạt động sáng tạo, đặc biệt là các doanh nghiệp giữ vai trò chủ đạo trong việc tạo ra và khai thác giá trị tài sản trí tuệ (TSTT). Đồng thời, thúc đẩy các hoạt động tạo ra giá trị TSTT và khuyến khích, nâng cao hiệu quả khai thác TSTT”.

Ngoài ra, nhiều chủ trương, chính sách khác liên quan đến các hoạt động thúc đẩy việc tạo dựng, bảo vệ và phát triển TSTT cũng đã được Đảng, Chính phủ quan tâm và ban hành, tiêu biểu như:

- Nghị quyết số 52-NQ-TW ngày 27/9/2019 của Bộ Chính trị về một số chủ trương, chính sách chủ động tham gia Cuộc cách mạng công nghiệp lần thứ tư yêu cầu “Hoàn thiện pháp luật về SHTT, bảo hộ và khai thác hiệu quả, hợp lý các TSTT do Việt Nam tạo ra; khuyến khích thương mại hoá và chuyển giao quyền SHTT, đặc biệt là đối với các sáng chế tại Việt Nam”.
- Chỉ thị số 01/CT-TTg ngày 14/01/2020 về thúc đẩy phát triển doanh nghiệp công nghệ số Việt Nam, yêu cầu “Hỗ trợ hình thành và phát triển doanh nghiệp có khả năng tăng trưởng nhanh dựa trên khai thác TSTT, công nghệ số, mô hình kinh doanh mới”.

### 2.1.2 Thành phần mô hình VAIC ảnh hưởng đến năng suất hoạt động của ngân hàng

IC là nguồn tài nguyên quan trọng để gia tăng năng suất hoạt động của doanh nghiệp. Theo Pulic (1998, 2000), thước đo hiệu quả của hoạt động đầu tư IC là giá trị gia tăng vốn trí tuệ (VAIC). Chỉ tiêu này để đo lường IC tác động đến năng suất hoạt động và đã thu hút sự chú ý từ nhà nghiên cứu tính toán hiệu quả của vốn trí tuệ. Lý do là những lợi thế và sự vượt trội của việc sử dụng dữ liệu tài chính làm biến đầu vào (Clarke và cộng sự, 2011), và độ tin cậy, đơn giản của VAIC. Phương pháp đo lường VAIC là tổng hợp của ba thành phần: *hiệu quả nguồn nhân lực (HCE)*, *hiệu quả sử dụng vốn (CEE)* và *hiệu quả cấu trúc vốn (SCE)*, cụ thể:

- Hiệu quả nguồn nhân lực (HCE) là một thành phần của mô hình VAIC cấu thành kiến thức của nhân viên và năng lực của họ (Bontis, 1998) không tồn tại ở tổ chức sau khi nhân viên liên quan rời đi. Goh (2005) đã cung cấp bằng chứng cho thấy HCE là thành phần IC chiếm ưu thế nhất, cho rằng kiến thức của nhân viên trong việc tạo ra giá trị là yếu tố không thể thay thế đối với các NHTM. Kamath (2015) đã đánh giá IC và năng suất của 30 công ty sản xuất và dịch vụ Ấn Độ. Kết quả cho rằng, HCE là thành phần chính của IC có ảnh hưởng đến năng suất. Mondal và Ghosh (2012) cũng xác nhận mối quan hệ có ý nghĩa tích cực giữa HCE và năng suất NHTM. Tripathy và cộng sự (2015) đã đánh giá mối quan hệ giữa 164 công ty trong 7 ngành công nghiệp (bao gồm cả ngân hàng) và tìm thấy tác động

tích cực của HCE ảnh hưởng đến năng suất của công ty phi tài chính và các NHTM (Nimtrakoon, 2015; Wang và cộng sự, 2011; Maji và Goswami, 2016).

- Thành phần thứ hai là hiệu quả sử dụng vốn (CEE), được Pulic (1998) định nghĩa là bao gồm tất cả các quỹ tài chính và vốn vật chất cần thiết. Do đó, CEE là một yếu tố quan trọng trong mô hình VAIC. Theo Chen và cộng sự (2005) nhận thấy CEE có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê với các giá trị của công ty như EP và ROA. Chan (2009b), cho thấy CEE có tác động tích cực với năng suất hoạt động của các doanh nghiệp (Venugopal và Subha, 2012; Tripathy và cộng sự, 2015; Deep và Narwal, 2015 và Maji và Goswami, 2016). Ozkan và cộng sự (2017), nghiên cứu về các NHTM Thổ Nhĩ Kỳ, cho rằng có mối liên hệ tích cực giữa CEE và năng suất NHTM trong khoảng thời gian 10 năm (2005-2014).
- Thành phần thứ ba là vốn cấu trúc (SCE), bao gồm các hướng dẫn quy trình, chiến lược và cơ sở dữ liệu của một công ty là các tài sản thuộc sở hữu của tổ chức (Riahi-Belkaoui, 2003) và tiếp tục cung cấp một môi trường hỗ trợ cho nhân viên, từ đó giúp tăng năng suất hoạt động (Bozbura, 2004). Nhiều nghiên cứu phát hiện có tác động tích cực của SCE đến năng suất của các công ty (Rehman và cộng sự, 2011; Nimtrakoon, 2015; Bontis và cộng sự, 2015; Maji và Goswami, 2016; Tripathy và cộng sự, 2015) hay SCE có tác động đáng kể đến năng suất của nhân viên (Soriya và Narwal (2015)).

## 2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm

Trên thế giới và tại Việt Nam đã có nhiều nghiên cứu về chủ đề này nhưng một số nghiên cứu chỉ sử dụng 1 trong 3 thành phần của VAIC (Pulic (1998, 2000)).

Các nghiên cứu đã phân tích mẫu cho các công ty trong các ngành, lĩnh vực và quốc gia khác nhau, cho rằng có sự tác động tích cực của IC trong việc tăng năng suất của công ty, có mối liên hệ giữa VAIC và năng suất của công ty (Chen và cộng sự, 2005; Mondal và Ghosh (2012); Nimtrakoon (2015); Bontis và cộng sự, 2015; Maji và Goswami, 2016) và lợi nhuận của công ty (Tripathy và cộng sự, 2015). Mondal và Ghosh (2012) đã kiểm tra ảnh hưởng của IC đến năng suất tại các ngân hàng Ấn Độ và kết quả của họ cho thấy mối tương quan đáng kể giữa VAIC và năng suất. Những nghiên cứu này đã thiết lập một mối quan hệ tích cực giữa tất cả các thành phần và xác nhận rằng VAIC ảnh hưởng đến năng suất của công ty.

Oppong và Pattanayak (2019), kết quả cho rằng khi các ngân hàng ở Ấn Độ đầu tư vào IC sẽ ảnh hưởng tích cực đến năng suất hoạt động. Nghiên cứu phát hiện có mối liên hệ tích cực giữa ba thành phần IC và vòng quay tài sản (ATO) ở các ngân hàng. Đồng thời, khi phân tích ảnh hưởng riêng lẻ của ba thành phần IC, chỉ có biến CEE có ảnh

hưởng tích cực và có ý nghĩa đến năng suất nhân viên tại ngân hàng. Kết quả này cho thấy tầm quan trọng của IC trong việc cải thiện năng suất ngân hàng (cũng phù hợp với Kamath, 2015; Mondal & Ghosh, 2012; Bontis và cộng sự, 2015).

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1 Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu gồm 27 NHTM với dữ liệu trong giai đoạn từ năm 2009 – 2019, với 297 mẫu quan sát. Dữ liệu được tập hợp từ báo cáo tài chính và báo cáo thường niên. Tác giả tập hợp dữ liệu từ các ngân hàng có đủ điều kiện:

- Hoạt động kinh doanh liên tục trong suốt giai đoạn quan sát.
- Các ngân hàng không có số liệu đầy đủ trong giai đoạn quan sát hoặc số liệu không có giá trị trong việc chạy mô hình sẽ bị loại bỏ.

**Bảng 1: Tổng hợp mẫu nghiên cứu**

Loại ngân hàng	Số lượng	Tỷ lệ
Ngân hàng Thương mại Nhà nước	1	3.70%
Ngân hàng Thương mại cổ phần tư nhân	24	88.89%
Ngân hàng Thương mại 100% vốn nước ngoài	2	7.41%
<b>Tổng cộng</b>	<b>27</b>	<b>100%</b>

*Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả*

#### 3.2 Giả thuyết nghiên cứu

Từ các kết quả nghiên cứu thực nghiệm ở mục 2.2 và theo Oppong và Pattanayak (2019) đã chỉ ra mối quan hệ của đầu tư IC và các thành phần của IC có tác động đến năng suất hoạt động của các ngân hàng. Tác giả kỳ vọng phát triển các giả thuyết nghiên cứu gồm:

*H<sub>1</sub>: HCE có tác động tích cực đến năng suất hoạt động ngân hàng*

Vì hiệu quả nguồn nhân lực (HCE) không tồn tại ở công ty sau khi nhân viên nghỉ việc. Theo Tripathy và cộng sự (2015), đã tìm thấy tác động tích cực của HCE đối với năng suất hoạt động của công ty. Mondal và Ghosh (2012) cũng xác nhận mối quan hệ có ý nghĩa tích cực giữa HCE và năng suất NHTM.

*H<sub>2</sub>: CEE có ảnh hưởng tích cực đến năng suất của các ngân hàng*

CEE là một yếu tố quan trọng trong mô hình VAIC. Theo Chen và cộng sự (2005) cho thấy CEE có tác động tích cực và có ý nghĩa với năng suất nhân viên và ROA. Theo Chan (2009b); Venugopal và Subha (2012), Tripathy và cộng sự (2015), và Maji và Goswami

(2016), Oppong và Pattanayak (2019) đánh giá tác động của IC đến năng suất của công ty, cho thấy CEE có tác động tích cực và có ý nghĩa với năng suất hoạt động.

*H<sub>3</sub>: SCE có tác động tích cực đến năng suất ngân hàng*

Kết quả của Rehman và cộng sự (2011), Nimtrakoon (2015) cho rằng SCE và năng suất có mối tương quan tích cực. Ngoài ra, Bontis và cộng sự (2015), cho rằng SCE có tác động tích cực đáng kể với năng suất hoạt động.

*H<sub>4</sub>: VAIC có tác động tích cực đến năng suất ngân hàng*

Kết quả nghiên cứu trước đây (Chen và cộng sự, 2005; Clarke và cộng sự, 2011; Mohiuddin và cộng sự, 2006; Mondal và Ghosh, 2012) đã ghi nhận mối liên hệ tích cực giữa VAIC và năng suất hoạt động của công ty. Mondal và Ghosh (2012) cho thấy mối tương quan đáng kể giữa VAIC và năng suất hoạt động. Oppong và Pattanayak (2019), kết quả cho rằng khi các ngân hàng ở Ấn Độ đầu tư vào IC sẽ ảnh hưởng tích cực đến năng suất hoạt động.

### **3.3. Mô tả các biến của mô hình nghiên cứu**

#### *3.3.1. Biến phụ thuộc*

Hầu hết các nghiên cứu trước phân tích ảnh hưởng của vốn trí tuệ với năng suất được đo bằng EP hoặc ATO (Gan và Saleh, 2008; Clarke và cộng sự, 2011; Maji và Goswami, 2016; Phusavat và cộng sự, 2011; Tripathy và cộng sự, 2015). Patton (2007) cho rằng năng suất của một công ty dựa vào vốn trí tuệ (IC) nhiều hơn là vào tài sản cố định hữu hình. Điều này có nghĩa là đầu tư vào IC sau đó cho phép giảm chi phí sản xuất trung bình và có thể làm tăng lợi nhuận kinh doanh của công ty (Nakamura, 2001). Do đó, nhóm tác giả đo lường năng suất hoạt động của ngân hàng bằng hai biến ATO và EP:

- **Vòng quay tổng tài sản (ATO)** được tính bằng doanh thu chia tổng tài sản. Một thước đo năng suất ngân hàng từ việc sử dụng tổng tài sản để tạo ra doanh thu, ATO đã được sử dụng trong các tài liệu về các nghiên cứu được thực hiện ở Ấn Độ và các nền kinh tế khác (Firer và Mitchell Williams, 2003; Mondal và Ghosh, 2012).
- **Năng suất nhân viên (EP)** được tính bằng lợi nhuận trước thuế chia cho số lượng nhân viên. Chỉ số này đo lường giá trị gia tăng ròng của mỗi nhân viên trong ngân hàng, phản ánh năng suất hoạt động của nhân viên. EP đã được sử dụng trong các tài liệu về các nghiên cứu được thực hiện ở Ấn Độ như một thước đo năng suất ngân hàng (Soriya và Narwal, 2015).



### 3.3.2. Biến độc lập

Mô hình VAIC, được phát triển bởi Pulic (1998, 2000) là một thước đo hiệu quả của IC. Mô hình VAIC là tổng hợp của ba thành phần: hiệu quả nguồn nhân lực, hiệu quả sử dụng vốn và hiệu quả cấu trúc vốn, theo Pulic (1998, 2000) như sau trong đó:

$$VAIC = HCE + CEE + SCE$$

$$\text{Trong đó: } HCE = \frac{VA}{HC} = \frac{\text{Lợi nhuận gộp} - \text{Chi phí hoạt động}}{\text{Chi phí nhân viên}}$$

$$CEE = \frac{VA}{CE} = \frac{\text{Lợi nhuận gộp} - \text{Chi phí hoạt động}}{\text{Tài sản cố định hữu hình}}$$

$$SCE = \frac{SC}{VA} = \frac{VA - HC}{\text{Lợi nhuận gộp} - \text{Chi phí hoạt động}}$$

VA = Output - Input (Output = Lợi nhuận gộp và Input = Chi phí hoạt động);

HC = Chi phí nhân viên; CE = Tài sản cố định hữu hình; SC = VA – HC

### 3.3.3. Biến kiểm soát

Để giảm thiểu ảnh hưởng của các biến khác có thể ảnh hưởng đến năng suất hoạt động của ngân hàng và dẫn đến sai sót trong mô hình, nghiên cứu đã thêm đòn bẩy tài chính (bằng tổng nợ phải trả chia cho tổng tài sản) và quy mô ngân hàng làm biến kiểm soát. Theo Riahi-Belkaoui (2003), tỷ lệ đòn bẩy là một trong những nguyên tắc cơ bản trong hiệu quả hoạt động và tạo ra giá trị của một công ty, đã được sử dụng để kiểm soát ảnh hưởng của nợ phải trả đến năng suất hoạt động của ngân hàng (Clarke và cộng sự, 2011; Kamath, 2015; Mondal và Ghosh, 2012). Ngoài ra, lôgarit tự nhiên của tổng tài sản cũng để kiểm soát ảnh hưởng của quy mô ngân hàng đối với việc tạo ra giá trị (Deep và Narwal, 2015; Firer và Mitchell Williams, 2003; Kamath, 2015).

**Bảng 2. Mô tả tóm tắt các biến trong mô hình nghiên cứu**

Loại biến	Tên biến	Ký hiệu	Dấu kỳ vọng	Công thức tính	Nguồn
Biến phụ thuộc	Vòng quay tổng tài sản	<b>ATO</b>		$\frac{\text{Doanh thu}}{\text{Tổng tài sản}}$	Firer và Mitchell Williams (2003); Mondal và Ghosh (2012)
	Năng suất nhân viên	<b>EP</b>		$\frac{\text{Lợi nhuận trước thuế}}{\text{Số lượng nhân viên}}$	Soriya và Narwal (2015)
Biến độc lập	Giá trị gia tăng vốn trí tuệ	<b>VAIC</b>	+	HCE + CEE + SCE	Pulic (1998, 2000)
	Hiệu quả nguồn nhân lực	<b>HCE</b>	+	$\frac{\text{Lợi nhuận gộp} - \text{Chi phí hoạt động}}{\text{Chi phí nhân viên}}$	Pulic (1998, 2000)
	Hiệu quả sử dụng vốn	<b>CEE</b>	+	$\frac{\text{Lợi nhuận gộp} - \text{Chi phí hoạt động}}{\text{Tài sản cố định hữu hình}}$	Pulic (1998, 2000)
	Hiệu quả cấu trúc vốn	<b>SCE</b>	+	$\frac{\text{VA} - \text{Chi phí nhân viên}}{\text{Lợi nhuận gộp} - \text{Chi phí hoạt động}}$ VA = Lợi nhuận gộp – Chi phí hoạt động	Pulic (1998, 2000)
Biến kiểm soát	Quy mô công ty	<b>SIZE</b>	+/-	Log (Tổng tài sản)	Deep và Narwal (2015); Firer và Mitchell Williams (2003); Kamath (2015)
	Đòn bẩy tài chính	<b>LEV</b>	+/-	$\frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Giá trị sổ sách của tổng tài sản}}$	Clarke và cộng sự (2011); Kamath (2015); Mondal và Ghosh (2012)

*Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả*

### 3.4. Mô hình nghiên cứu

#### Mô hình nghiên cứu cơ sở

Mô hình nghiên cứu phân tích tác động của đầu tư IC đến năng suất hoạt động của các NHTM, nhóm tác giả sử dụng mô hình cơ sở kế thừa nghiên cứu của Oppong & Pattanayak (2019):

$$ATO_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 VAIC_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$EP_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 VAIC_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó:

$ATO_{i,t}$  và  $EP_{i,t}$  là năng suất hoạt động của ngân hàng.

VAIC là biến giá trị gia tăng vốn trí tuệ.

SIZE, LEV là biến kiểm soát.

## Mô hình nghiên cứu mở rộng

Để kiểm tra mức độ tác động của ba thành phần mô hình VAIC lên năng suất hoạt động của NHTM, nhóm tác giả nghiên cứu mô hình hồi quy thứ hai bằng cách thay thế biến VAIC bằng ba biến thành phần: HCE, CEE và SCE, kế thừa nghiên cứu của Oppong & Pattanayak (2019):

$$ATO_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 HCE_{i,t} + \beta_2 CEE_{i,t} + \beta_3 SCE_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$EP_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 HCE_{i,t} + \beta_2 CEE_{i,t} + \beta_3 SCE_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Trong đó,

HCE, CEE và SCE là các biến thành phần của VAIC.

Vì dữ liệu là dạng bảng (Panel Data) nên nhóm tác giả thực hiện phân tích hồi quy với dữ liệu bảng được áp dụng trong nghiên cứu này trên phần mềm Stata 15.0 theo trình tự sau:

**Thứ nhất**, kiểm định thống kê mô tả các biến.

**Thứ hai**, phân tích tương quan giữa các biến.

**Thứ ba**, thực hiện các kiểm định F- test và Hausman để lựa chọn mô hình phù hợp nhất trong ba mô hình Pooled OLS, FEM, REM. Ngoài ra, các kiểm định về tự tương quan, phương sai sai số thay đổi và đa cộng tuyến cũng được thực hiện.

Kỹ thuật hồi quy FGLS (Feasible Generalized Least Squares) sẽ được sử dụng để khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi hoặc đồng thời phương sai thay đổi và tự tương quan mà không có hiện tượng nội sinh.

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Phân tích thống kê mô tả các biến

Bảng 3, cho thấy thống kê mô tả các biến của 297 quan sát theo từng năm của các NHTM trên thị trường Việt Nam trong giai đoạn 2009 – 2019.

Theo bảng 3, cho thấy giá trị gia tăng vốn trí tuệ VAIC của các ngân hàng qua nhiều thời kỳ nghiên cứu từ -11.8279 cho đến 28.4903 và giá trị trung bình là 4.4542. Giá trị VAIC âm cho thấy chi phí phát sinh trong đầu tư vào IC vượt quá những gì nó đóng góp cho ngân hàng. CEE có giá trị trung bình là 3.0184 và giá trị lớn nhất là 25.6061 và cũng là nhân tố đóng góp cao nhất trong ba thành phần VAIC. Giá trị trung bình của SCE là .0657 thấp hơn nhiều so với HCE là 1.3702. Giá trị của SCE âm thể hiện rằng hầu như các NHTM Việt Nam đang tăng giá trị từ cấu trúc vốn. EP có giá trị trung bình là 317.5429, thể hiện rằng năng suất làm việc của nhân viên ngân hàng là hiệu quả. Giá trị

trung bình của vòng quay tổng tài sản ATO là .0770; hiệu quả trong việc sử dụng tài sản để tạo ra lợi nhuận của các NHTM Việt Nam còn thấp.

**Bảng 3. Bảng thống kê mô tả các biến**

Biến	Quan sát	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ATO	297	.0770	.0725	.0270	.0078	.1722
EP	297	317.5429	213.3523	342.2925	2.1606	2153.5390
VAIC	297	4.4542	3.8967	4.5367	-11.8279	28.4903
HCE	297	1.3702	1.2959	.9391	-2.2860	4.4234
CEE	297	3.0184	1.9520	3.5710	-2.1894	25.6061
SCE	297	.0657	0.2583	1.7525	-11.9827	10.8849
SIZE	297	7.9947	7.9865	.5420	6.5225	9.1732
LEV	297	0.8981	0.9143	0.0666	.2047	0.9707

*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả từ phần mềm stata 15.0*

## 4.2. Phân tích ma trận hệ số tương quan

Bảng 4, mô tả ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình nghiên cứu, kết quả cho thấy mỗi tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình hồi quy khá thấp (hệ số tương quan đều < 0,8).

**Bảng 4. Ma trận hệ số tương quan**

	ATO	EP	VAIC	HCE	CEE	SCE	SIZE	LEV
ATO	1.0000							
EP	-0.0885	1.0000						
VAIC	0.1098*	0.5486***	1.0000					
HCE	0.1311**	0.2795***	0.5646***	1.0000				
CEE	0.1040*	0.5764***	0.8894***	0.3704***	1.0000			
SCE	0.0021	0.0959*	0.4738***	0.1708***	0.0662	1.0000		
SIZE	-0.2003***	0.1050*	0.0661	-0.1247**	0.1102*	0.0134	1.0000	
LEV	-0.2144***	-0.1295**	-0.0914	-0.2529***	-0.0282	-0.0437	0.5932***	1.0000

*Trong đó: (\*\*\*), (\*\*), (\*) lần lượt tương đương với các mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%.*

*Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả từ phần mềm stata 15.0*

### 4.3. Kiểm định các khuyết tật của mô hình

#### 4.3.1. Kiểm định F- Test và Hausman Test

Để lựa chọn phương pháp phù hợp hơn giữa các phương pháp ước lượng Pooled OLS, FEM và REM, tác giả tiến hành thực hiện kiểm định F- Test và Hausman Test. Kết quả cụ thể:

**Bảng 5. Kết quả kiểm định F- Test và Hausman Test**

Kiểm định lựa chọn mô hình	Mô hình (1)		Mô hình (2)		Mô hình (3)		Mô hình (4)	
	Kết quả kiểm định	Kết quả chọn	Kết quả kiểm định	Kết quả chọn	Kết quả kiểm định	Kết quả chọn	Kết quả kiểm định	Kết quả chọn
<b>F- Test</b> - Lựa chọn giữa Pooled OLS và FEM	F (26, 267) = 6.53 Prob > F = 0.00 < 0.05	<b>FEM</b>	F (26, 267) = 19.88 Prob > F = 0.00 < 0.05	<b>FEM</b>	F (26, 265) = 6.79 Prob > F = 0.00 < 0.05	<b>FEM</b>	F (26, 265) = 19.85 Prob > F = 0.00 < 0.05	<b>FEM</b>
<b>Hausman Test</b> - Lựa chọn giữa FEM và REM	chi2(3) = 8.18 Prob > chi2 = 0.04 < 0.05	<b>FEM</b>	chi2(3) = 32.87 Prob > chi2 = 0.00 < 0.05	<b>FEM</b>	chi2(5) = 9.91 Prob > chi2 = 0.08 > 0.05	<b>REM</b>	chi2(5) = 47.65 Prob > chi2 = 0.00 < 0.05	<b>FEM</b>

Nguồn: Kết quả phân tích của nhóm tác giả từ phần mềm stata 15.0

#### 4.3.2. Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến

Để kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến có khả năng xảy ra trong mô hình hay không, nhóm tác giả thực hiện kiểm định hệ số VIF. Giả thuyết kiểm định:

H<sub>0</sub>: Không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình.

H<sub>1</sub>: Có sự tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình.

Nếu VIF của một biến độc lập bất kỳ lớn hơn 10, giả thuyết H<sub>0</sub> sẽ được bác bỏ.

**Bảng 6. Kết quả kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến**

Mô hình (1) và (2)			Mô hình (3) và (4)		
Biến	VIF	1/VIF	Biến	VIF	1/VIF
<b>VAIC</b>	1.03	0.9693	<b>HCE</b>	1.27	0.7843
<b>SIZE</b>	1.58	0.6335	<b>CEE</b>	1.19	0.8370
<b>LEV</b>	1.58	0.6310	<b>SCE</b>	1.03	0.9689
			<b>SIZE</b>	1.59	0.6302
			<b>LEV</b>	1.63	0.6145
<b>Giá trị trung bình</b>	1.40		<b>Giá trị trung bình</b>	1.43	

Nguồn: Kết quả phân tích của nhóm tác giả từ phần mềm stata 15.0

Theo bảng 6, VIF của tất cả các biến độc lập đều nhỏ hơn 10 nên giả thuyết  $H_0$  được chấp nhận, đồng nghĩa không có hiện tượng đa cộng tuyến xảy ra trong cả hai mô hình.

#### 4.3.3. Kiểm định phương sai sai số thay đổi và tự tương quan

Nhóm tác giả thực hiện kiểm định Wald test để phát hiện phương sai sai số thay đổi cho mô hình FEM và thực hiện kiểm định Wooldrige test để kiểm định hiện tượng tự tương quan cho từng mô hình, kết quả cụ thể:

**Bảng 7. Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi và tự tương quan**

Kiểm định mô hình	Kết quả kiểm định			
	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3	Mô hình 4
Kiểm định phương sai sai số thay đổi (Kiểm định Wald test)	Chi2(27) = 281.32 Prob>Chi2 = 0.0000	Chi2(27) = 2990.15 Prob>Chi2 = 0.0000	Chi2(27) = 388.80 Prob>Chi2 = 0.0000	Chi2(27) = 4057.71 Prob>Chi2 = 0.0000
Kiểm định tự tương quan (Kiểm định Wooldrige test)	F(1,26) = 3.506 Prob>Chi2 = 0.0724	F(1,26) = 37.278 Prob>Chi2 = 0.0000	F(1,26) = 3.086 Prob>Chi2 = 0.0908	F(1,26) = 28.668 Prob>Chi2 = 0.0000

*Nguồn: Kết quả phân tích của nhóm tác giả từ phần mềm stata 15.0*

Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi 04 mô hình có giá trị p-value = 0.00 < 0.05 => 04 mô hình đều có phương sai sai số thay đổi. Kết quả kiểm định hiện tượng tự tương quan giữa các biến thì mô hình (1) và mô hình (3) có giá trị p-value lần lượt là 0.0724 và 0.0908. Các giá trị p-value này > 0.05 => các mô hình này không có hiện tượng tự tương quan giữa các biến. Ngược lại, mô hình (2) và mô hình (4) có giá trị p-value = 0 < 0.05 => các mô hình này có hiện tượng tự tương quan giữa các biến.

Như vậy, mô hình (1) và mô hình (3) chỉ có phương sai sai số thay đổi nhưng không có hiện tượng tự tương quan giữa các biến. Mô hình (2) và mô hình (4) có phương sai sai số thay đổi và có hiện tượng tự tương quan giữa các biến. Do vậy, nhóm tác giả sử dụng phương pháp hồi quy FGLS để khắc phục.

#### 4.4. Phân tích kết quả hồi quy

##### 4.4.1. Kết quả kiểm định của mô hình cơ sở

Theo bảng 8, kết quả hồi quy mô hình (1) theo 4 phương pháp khác nhau. Tuy nhiên, kết quả kiểm định theo phương pháp FGLS cho thấy các biến VAIC, SIZE, LEV đều có ý nghĩa thống kê cao hơn so với các phương pháp Pooled OLS, FEM, REM.

Biến VAIC có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% đến biên vòng quay tổng tài sản (ATO) của NHTM Việt Nam và phù hợp giả thuyết H4, cho rằng khi

gia tăng đầu tư vào vốn trí tuệ thì hiệu quả sử dụng tài sản của ngân hàng càng cao. Kết quả của VAIC có ảnh hưởng tích cực và quan trọng đến ATO ở mức ý nghĩa 5% cho toàn bộ mẫu. Những kết quả này đã chứng minh rằng đầu tư vào vốn trí tuệ giúp cải thiện vòng quay tài sản tại các ngân hàng. Tương tự, Mondal và Ghosh (2012) phát hiện ra rằng VAIC tác động tích cực đến các ngân hàng ở Ấn Độ. Kết quả này cũng giống với nghiên cứu của Clarke & cộng sự (2011) đã chỉ ra VAIC có tác động tích cực với năng suất hoạt động của các ngân hàng.

**Bảng 8. Kết quả hồi quy mô hình (1)**

Biến	ATO			
	OLS	FEM	REM	FGLS
VAIC	0.0006* (0.063)	0,0010*** (0.007)	0.0009*** (0.007)	0.0007** (0.033)
SIZE	-0.0066* (0.063)	0.0081 (0.170)	0.0019 (0.689)	-0.0054** (0.047)
LEV	-0.0511* (0,078)	-0.1192*** (0.000)	-0.1020*** (0.000)	-0.0831*** (0.000)
R <sup>2</sup>	0.0653	0.0993	0.0955	

Trong đó: Biến phụ thuộc – ATO: vòng quay tổng tài sản. Biến độc lập - VAIC: giá trị gia tăng vốn trí tuệ. Chú ý: (\*\*\*), (\*\*), (\*) lần lượt tương đương với các mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%; giá trị p-value được trình bày trong dấu ngoặc đơn.

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm stata 15.0

Biến SIZE có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% đến biến vòng quay tổng tài sản (ATO). Điều này có nghĩa là khi ngân hàng mở rộng quy mô bằng tài sản sẽ dẫn đến làm giảm đi hiệu quả sử dụng tài sản và ảnh hưởng đến lợi nhuận mang lại cho ngân hàng. Biến LEV có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% đến biến vòng quay tổng tài sản (ATO). Đồng nghĩa với việc khi ngân hàng gia tăng sử dụng nợ sẽ không mang lại nhiều lợi ích cho ngân hàng và làm giảm thiểu lợi nhuận trên tổng tài sản.

**Bảng 9. Kết quả hồi quy mô hình (2)**

Biến	EP			
	OLS	FEM	REM	FGLS
VAIC	39.1552*** (0.000)	22.0798*** (0.000)	23.8181*** (0.000)	14.5342*** (0.000)
SIZE	116.2529*** (0.002)	95.7681** (0.042)	93.0378** (0.031)	109.5296*** (0.000)
LEV	-982.4544*** (0.002)	-267.5666 (0.233)	-323.4280 (0.149)	-438.6269*** (0.007)
R <sup>2</sup>	0.3288	0.2039	0.2036	

Trong đó: Biến phụ thuộc – EP: năng suất nhân viên. Chú ý: (\*\*\*), (\*\*), (\*) lần lượt tương đương với các mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%; giá trị p-value được trình bày trong dấu ngoặc đơn.

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm stata 15.0

Bảng 9, kết quả cho thấy biến giá trị gia tăng vốn trí tuệ (VAIC) có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% đến biến năng suất nhân viên (EP) của NHTM Việt Nam, phù hợp giả thuyết H4. Mối tương quan dương giữa VAIC và EP cho thấy gia tăng đầu tư vào IC sẽ ảnh hưởng tích cực đến năng suất nhân viên, giúp mang lại giá trị cho ngân hàng. Các kết quả đã chứng thực những phát hiện của Clarke và cộng sự (2011), cũng đã xác nhận tác động tích cực của VAIC đối với biến năng suất của nhân viên, phù hợp Oppong và Pattanayak (2019).

Kết quả hồi quy cũng cho thấy biến SIZE có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% đến biến năng suất nhân viên. Điều này có nghĩa là khi ngân hàng mở rộng quy mô bằng tài sản có ảnh hưởng đáng kể đến năng suất nhân viên và mang lại giá trị cho ngân hàng. Biến LEV có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% đến biến EP.

#### 4.4.2. Kết quả hồi quy mô hình mở rộng

Để kiểm tra mức độ tác động của ba thành phần mô hình VAIC lên năng suất hoạt động của NHTM, nhóm tác giả hình thành mô hình hồi quy thứ hai bằng cách thay thế biến VAIC bằng ba biến thành phần: HCE, CEE và SCE.

**Bảng 10. Kết quả hồi quy mô hình (3)**

Biến	ATO			
	OLS	FEM	REM	FGLS
HCE	0.0015 (0.429)	0.0054*** (0.009)	0.0036* (0.051)	0.0031** (0.037)
CEE	0.0007 (0.115)	0.0005 (0.472)	0.0008 (0.138)	0.0006 (0.224)
SCE	-0.0003 (0.774)	-0.0000 (0.979)	-0.0001 (0.871)	-0.0005 (0.409)
SIZE	-0.0066* (0.063)	0.0135* (0.051)	0.0037 (0.471)	-0.0055** (0.044)
LEV	-0.0490* (0.095)	-0.1175*** (0.000)	-0.0998*** (0.000)	-0.0816*** (0.000)
R <sup>2</sup>	0.0693	0.1197	0.1130	

Trong đó: HCE: hiệu quả nguồn nhân lực, CEE: hiệu quả sử dụng vốn, SCE: hiệu quả cấu trúc vốn. Chú ý: (\*\*\*), (\*\*), (\*) lần lượt tương đương với các mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%; giá trị p-value được trình bày trong dấu ngoặc đơn.

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm stata 15.0

Bảng 10, kết quả kiểm định theo phương pháp FGLS cho thấy trong 3 thành phần của VAIC thì chỉ có biến HCE có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% lên vòng quay tổng tài sản (ATO), phù hợp với H1, Tripathy và cộng sự (2015), Oppong và Pattanayak (2019). Kết quả chứng minh rằng việc nâng cao chất lượng nguồn nhân lực



giúp mang lại giá trị cho ngân hàng nhiều hơn. Tuy nhiên CEE đều có tác động tích cực nhưng lại không có ý nghĩa thống kê, phù hợp với Oppong và Pattanayak (2019) và biến SCE có tác động tiêu cực và không có ý nghĩa thống kê, ngược với H3, Oppong và Pattanayak (2019).

Đối với các biến kiểm soát, SIZE và LEV đều có tác động tiêu cực đáng kể trong việc xác định năng suất hoạt động của các ngân hàng và có ý nghĩa thống kê lần lượt là 5%; 1%. Điều này cho thấy các NHTM Việt Nam sử dụng đòn bẩy tài chính và tăng quy mô sẽ làm giảm vòng quay tổng tài sản (ATO).

**Bảng 11. Kết quả hồi quy mô hình (4)**

Biến	EP			
	OLS	FEM	REM	FGLS
HCE	16.5352 (0.389)	73.0131*** (0.000)	62.6413*** (0.000)	51.6382*** (0.000)
CEE	51.0081*** (0.000)	17.6270*** (0.000)	23.0707*** (0.000)	15.0578*** (0.001)
SCE	8.1406 (0.379)	5.6420 (0.338)	5.6485 (0.346)	0.7341 (0.786)
SIZE	108.5866*** (0.004)	148.9198*** (0.006)	114.1689** (0.016)	96.3913*** (0.000)
LEV	-1043.8410*** (0.001)	-235.6871 (0.281)	-277.4966 (0.207)	-190.5118 (0.148)
R <sup>2</sup>	0.3678	0.2532	0.2500	

Trong đó: Biến phụ thuộc – EP: Năng suất nhân viên. Ghi chú: (\*\*\*), (\*\*), (\*) lần lượt tương đương với các mức ý nghĩa 1%, 5%, 10%; giá trị p-value được trình bày trong dấu ngoặc đơn.

Nguồn: Kết quả phân tích dữ liệu từ phần mềm stata 15.0

Bảng 11, kết quả kiểm định theo phương pháp FGLS cho thấy trong 3 thành phần của VAIC, cho thấy HCE và CEE có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% đến biến năng suất nhân viên (EP), phù hợp H1, H2, tương đồng với nghiên cứu của Mondal và Ghosh (2012), Kamath (2015) Bontis và cộng sự (2015), Oppong và Pattanayak (2019), cũng đã tìm thấy mối liên quan đáng kể giữa CEE và năng suất của nhân viên. Kết quả trên cũng có một sự khác biệt đáng kể so với nghiên cứu Bontis và cộng sự (2015), Oppong và Pattanayak (2019) là có thêm sự tác động tích cực của biến HCE đến năng suất nhân viên, điều này cũng chỉ ra rằng các ngân hàng ở Việt Nam đã nhận ra tầm quan trọng nổi bật của nhân viên hoặc những chiến lược để phát triển con người có thể cũng là một nguyên nhân góp phần gia tăng năng suất hoạt động của nhân viên. Ngoài ra, SCE cũng có tác động tích cực đáng kể và không có ý nghĩa thống kê, phù hợp H3, có nghĩa là cấu trúc hoạt động, thói quen và hướng dẫn quy trình của các ngân hàng cũng có tác động đáng kể đến việc cải thiện năng suất nhân viên.

Đối với các biến kiểm soát, kết quả cho rằng biến SIZE có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% đến biến năng suất nhân viên của các ngân hàng và biến LEV có tác động tiêu cực khá lớn đến năng suất nhân viên của ngân hàng và không có ý nghĩa thống kê.

## 5. Kết luận và khuyến nghị

### 5.1. Kết luận

Nghiên cứu này thực hiện trên mẫu nghiên cứu của 27 NHTM tại Việt Nam trong giai đoạn 2009 – 2019 để nghiên cứu tác động của việc đầu tư vào vốn trí tuệ- IC lên năng suất hoạt động của ngân hàng. Kết quả nghiên cứu cho thấy:

*Thứ nhất*, các NHTM Việt Nam đầu tư vào vốn trí tuệ càng nhiều có xu hướng cải thiện năng suất hoạt động. Kết quả nghiên cứu trên cho thấy sự khác biệt nhất định khi so sánh các nghiên cứu của các NHTM Việt Nam với nghiên cứu của Oppong & Pattanayak (2019) được thực hiện tại Ấn Độ.

*Thứ hai*, các NHTM Việt Nam sử dụng vốn hiệu quả có xu hướng cải thiện năng suất hoạt động. Việc hoạch định nguồn vốn tối ưu của các ngân hàng sẽ giúp mang lại giá trị, phù hợp với các nghiên cứu trước (Chen và cộng sự, 2005; Clarke & cộng sự, 2011; Mohiuddin & cộng sự 2006; Mondal & Ghosh, 2012). Kết quả chứng minh có mối liên hệ giữa VAIC và năng suất hoạt động của các NHTM Việt Nam. Đa phần các ngân hàng chưa thiết lập rõ ràng các chính sách đầu tư vào ba thành phần của IC mà chỉ tập trung vào một hay hai thành phần trong đó làm cho mô hình giá trị gia tăng vốn trí tuệ không cân bằng, làm giảm đi hiệu quả đầu tư có thể mang lại giá trị tối ưu cho các ngân hàng.

*Thứ ba*, nghiên cứu cho thấy rằng trong số ba thành phần IC, chỉ HCE và CEE có ảnh hưởng có ý nghĩa đối với năng suất nhân viên. Kết quả này cho thấy tầm quan trọng của IC trong việc cải thiện năng suất ngân hàng (cũng là sự đồng ý với Kamath, 2015; Mondal & Ghosh, 2012; Bontis và cộng sự, 2015). Kết quả đã chứng minh vận dụng lý thuyết nguồn lực cho công ty mà các nguồn lực vật chất hoặc tài chính có thể cung cấp mức lợi nhuận tốt hơn (Barney, 1991). Ngoài ra, nghiên cứu này tìm thấy có mối liên hệ tích cực VAIC của ba thành phần IC và vòng quay tổng tài sản (ATO). Do đó, việc đầu tư vào IC của các NHTM Việt Nam đã ảnh hưởng đáng kể đến năng suất nhân viên.

Nhìn chung, kết quả nghiên cứu của tác giả đã trả lời câu hỏi nghiên cứu: Khi các ngân hàng đầu tư vào vốn trí tuệ, nó sẽ ảnh hưởng tích cực đến năng suất của ngân hàng gắn liền sau đó. Đây là cơ sở cho các nhà quản trị của các ngân hàng cần chú trọng nhiều hơn đến vốn trí tuệ vì yếu tố này là cơ sở thúc đẩy năng suất của ngân hàng trong kỷ nguyên tri thức hiện đại.

## 5.2. Khuyến nghị

Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng các NHTM Việt Nam chưa tập trung đầu tư nhiều vào IC. Kết quả thực nghiệm hàm ý rằng các nhà quản trị nên quan tâm đến việc đầu tư vào IC bởi vì đầu tư vào vốn trí tuệ có vai trò quan trọng trong việc gia tăng năng suất hoạt động và giá trị ngân hàng kể cả các công ty phi tài chính, đổi mới công nghệ, tiếp cận vốn tri thức mới trên toàn cầu, từ đó giúp tối ưu hóa được chi phí và giảm thiểu được nhiều rủi ro phát sinh. Vì vậy, việc đầu tư vào IC sẽ giúp gia tăng tốc độ phát triển của doanh nghiệp theo hướng bền vững phù hợp với xu hướng công nghệ 4.0, đặc biệt là ngành ngân hàng trong thời đại kỹ nguyên số.

Tại Việt Nam, thị trường Việt Nam hiện đang phát triển nên việc cập nhật công nghệ tiên tiến là thật sự thiết thực để các doanh nghiệp theo kịp xu hướng phát triển của thế giới. Chủ đề này là một trong những chủ đề mà nhiều nhà quản trị hiện nay đang quan tâm và tìm hướng giải quyết phù hợp cho công ty. Các nhà quản trị nên tập trung vào tiếp cận đầu tư tri thức và đổi mới công nghệ. Các ngân hàng Việt Nam hiện nay tập trung chủ yếu vào mục tiêu hiệu quả sử dụng vốn tối ưu nhưng chưa thiết lập được cấu trúc vốn tối ưu phù hợp cho từng loại hình ngân hàng, chỉ mới đề cập đến vấn đề đầu tư vào nguồn nhân lực trong những năm gần đây và cũng chưa tiếp cận nhiều về việc đầu tư vào IC trên nhiều phương diện. Các ngân hàng nên đổi mới hệ thống công nghệ, nắm bắt kịp thời xu thế cạnh tranh và tập trung vào việc đào tạo nguồn nhân lực chất lượng để kiểm soát được tốt nhất năng suất hoạt động và cả về gia tăng giá trị tương lai.

## Tài liệu tham khảo

- Barney, J. (1991), "Firm resources and sustained competitive advantage", *Journal of Management*, 17(1), p. 99-120.
- Bontis, N. (1998), "Intellectual capital: An exploratory study that develops measures and models", *Management Decision*, 3(1), p. 63-76.
- Bontis, N., Janosevic, S., & Dzenopoljac, V. (2015), "Intellectual capital in Serbia's hotel industry", *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 27(6), p. 1365-1384.
- Bozbura, F. (2004), "Measurement and application of intellectual capital in Turkey", *The Learning Organization*, 11(4/5), p. 357-367.
- Branco, M. C., Delgado, C., Sousa, C., & Sa, M. (2011), "Intellectual capital disclosure media in Portugal Corporate Communications", *International Journal*, 16(1), p. 38-52.
- Chan, K. H. (2009b), "Impact of intellectual capital on organisational performance: An empirical study of companies in the hang seng index (part 2)", *The Learning Organization*, 16(1), p. 22-39.
- Chen, M., Cheng, S., & Hwang, Y. (2005), "An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance", *Journal of Intellectual Capital*, 6(2), p. 159-176.

- Clarke, M., Seng, D., & Whiting, R. H. (2011), "Intellectual capital and firm performance in Australia", *Journal of Intellectual Capital*, 12(4), p. 505-530.
- Deep, S. R., & Narwal, K. P. (2015), "Intellectual capital and its consequences on company performance: A study of Indian sectors", *International Journal of Learning and Intellectual Capital*, 12(3), p. 300-322.
- Edvinsson, L., & Malone, M. S. (1997), "Intellectual capital: Realizing your company's true value by findings its hidden brainpower", New York: HarperCollins Publishers.
- Firer, S., & Mitchell Williams, S. (2003), "Intellectual capital and traditional measures of corporate performance", *Journal of Intellectual Capital*, 4(3), p. 348-360.
- Gan, K., & Saleh, Z. (2008), "Intellectual capital and corporate performance of technology-intensive companies: Malaysia evidence", *Asian Journal of Business and Accounting*, 1(1), p. 113-130.
- Goh, P. C. (2005), "Intellectual capital performance of commercial banks in Malaysia", *Journal of Intellectual Capital*, 6(3), p. 385-396.
- Gujarati, D., & Porter, D. (2010), "Essentials of econometrics", New York: McGraw e Hill International.
- Joshi, M., Singh Ubha, D., & Sidhu, J. (2012), "Intellectual capital disclosures by Indian and Australian information technology companies: A comparative analysis", *Journal of Intellectual Capital*, 13(4), p. 582-598.
- Kamath, G. B. (2015), "Impact of intellectual capital on financial performance and market valuation of firms in India", *International Letters of Social and Humanistic Sciences*, 48, p. 107-122.
- Maji, S. G., & Goswami, M. (2016), "Intellectual capital and firm performance in emerging economies: The case of India", *Review of International Business and Strategy*, 26(3), p. 410-430.
- Mohiuddin, M., Najibullah, S., & Shahid, A. I. (2006), "An exploratory study on intellectual capital performance of the commercial banks in Bangladesh", *The Cost and Management*, 34(6), p. 40-54.
- Mondal, A., & Ghosh, S. K. (2012), "Intellectual capital and financial performance of Indian banks", *Journal of Intellectual Capital*, 13(4), p. 515-530.
- Nakamura, L. I. (2001), "What is the US gross Investment in intangibles? (at least) one Trillion a year! Working paper", Philadelphia: Economic Research Division.
- Nimtrakoon, S., & Chase, R. (2015), "The Relationship between intellectual capital, firms' Market value and financial performance: Empirical evidence from the ASEAN", *Journal of Intellectual Capital*, 16(3), p. 587-618.
- Ozkan, N., Cakan, S., & Kayacan, M. (2017), "Intellectual capital and financial performance: A study of the Turkish banking sector", *Borsa Istanbul Review*, 17(3), p. 190-198.
- Patton, J. R. (2007), "Metrics for knowledge-based project organizations", *Academic Management Journal*, 72(1), p. 33-43.
- Phusavat, K., Comepa, N., Sitko-Lutek, A., & Ooi, K.-B. (2011), "Interrelationships between intellectual capital and performance: Empirical examination", *Industrial Management & Data Systems*, 111(6), p. 810-829.

- Pulic, A. (1998, January), “Measuring the performance of intellectual potential in knowledge economy”, In 2nd McMaster word congress on measuring and managing intellectual capital by the Austrian team for intellectual potential (p. 1-20).
- Pulic, A. (2000), “VAIC™-an accounting tool for IC management”, *International Journal of Technology Management*, 20(5-8), p. 702-714.
- Rehman, W. U., Chaudhary, A. R., Rehman, H. U., & Zahid, A. (2011), “Intellectual capital performance and its impact on corporate performance: An empirical evidence from MODARABA sector of Pakistan”, *Australian Journal of Business and Management Research*, 1(5), 8.
- Riahi-Belkaoui, A. (2003), “Intellectual capital and firm performance of US multinational firms: A study of the resource-based and stakeholder views”, *Journal of Intellectual Capital*, 4(1), p. 215-226.
- Soriya, S., & Narwal, K. P. (2015), “Intellectual capital performance in Indian banks: A panel data analysis”, *International Journal of Learning and Intellectual Capital*, 12(2), p. 103-121.
- Tripathy, T., Gil-Alana, L. A., & Sahoo, D. (2015), “The effect of intellectual capital on firms' financial performance: An empirical investigation in India”, *International Journal of Learning and Intellectual Capital*, 12(4), p. 342-371.
- Venugopal, D., & Subha, M. V. (2012), “Intellectual capital and value creation efficiency-An empirical investigation into the intellectual capital and financial performance of Indian software industry”, *European Journal of Social Sciences*, 33(1), p. 119-132.
- Wang, M. (2011), “Measuring intellectual capital and its effect on financial performance: Evidence from the capital market in Taiwan”, *Frontiers of Business Research in China*, 5(2), p. 243-265.
- World Bank. (1999), “Knowledge for development”, New York: Oxford University Press.

## Phụ lục

### Danh sách 27 ngân hàng thương mại Việt Nam trong mẫu nghiên cứu

STT	Tên ngân hàng thương mại	Tên viết tắt
1	Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam	Agribank
2	Ngân hàng Thương mại cổ phần An Bình	ABB
3	Ngân hàng Thương mại cổ phần Á Châu	ACB
4	Ngân hàng Thương mại cổ phần Bảo Việt	BaoVietBank
5	Ngân hàng Thương mại cổ phần Đầu tư và Phát triển Việt Nam	BIDV
6	Ngân hàng Thương mại cổ phần Xuất nhập khẩu Việt Nam	Eximbank
7	Ngân hàng Thương mại cổ phần Phát triển TP HCM	HDbank
8	Ngân hàng Thương mại cổ phần Bưu điện Liên Việt	LienVietPostBank
9	Ngân hàng Thương mại cổ phần Quân Đội	MB Bank
10	Ngân hàng Thương mại cổ phần Nam Á	Nam Á Bank
11	Ngân hàng Thương mại cổ phần Quốc Dân	NVB
12	Ngân hàng Thương mại cổ phần Phương Đông	OCB
13	Ngân hàng Thương mại cổ phần Xăng dầu Petrolimex	PG Bank
14	Ngân hàng Thương mại cổ phần Sài Gòn Thương Tín	Sacombank
15	Ngân hàng Thương mại cổ phần Sài Gòn	SCB
16	Ngân hàng Thương mại cổ phần Đông Nam Á	SeaBank
17	Ngân hàng Thương mại cổ phần Sài Gòn Công Thương	SGB
18	Ngân hàng Thương mại cổ phần Sài Gòn - Hà Nội	SHB
19	Ngân hàng Thương mại cổ phần Kỹ thương Việt Nam	TechcomBank
20	Ngân hàng Thương mại cổ phần Ngoại thương Việt Nam	VietcomBank
21	Ngân hàng Thương mại cổ phần Quốc tế Việt Nam	VIB
22	Ngân hàng Thương mại cổ phần Bản Việt	Viet Capital Bank
23	Ngân hàng Thương mại cổ phần Việt Á	VietABank
24	Ngân hàng Thương mại cổ phần Công Thương Việt Nam	VietinBank
25	Ngân hàng Thương mại cổ phần Việt Nam Thịnh Vượng	VPBank
26	Ngân hàng TNHH MTV HSBC	HSBC VN
27	Ngân hàng TNHH MTV Shinhan Việt Nam	Shinhan Bank

*Nguồn: Thống kê số lượng các ngân hàng thương mại tại Việt Nam*

# 49.

## CHÍNH SÁCH VĨ MÔ ĐỐI VỚI NGÀNH Ô TÔ VIỆT NAM TRƯỚC CÁC CAM KẾT HỘI NHẬP KINH TẾ

Lê Thị Lanh\*

Phan Hồng Hải\*\*

Nguyễn Thành Công\*

### Tóm tắt

Ngành công nghiệp ô tô là một trong những ngành sản xuất công nghiệp đóng vai trò đặc biệt quan trọng trong tăng trưởng kinh tế của mỗi quốc gia. Tại Việt Nam, tiến trình hội nhập quốc tế trong giai đoạn 2015-2019 diễn ra mạnh mẽ, gắn liền với các cam kết cắt giảm sâu về thuế trong hiệp định WTO, ATIGA và EVFTA. Ngành công nghiệp ô tô đứng trước một bước ngoặt lớn cho cả những nhà sản xuất nhập khẩu, sản xuất trong nước và người tiêu dùng. Nghiên cứu này đi sâu phân tích chính sách bảo hộ thuế quan, phi thuế quan và chính sách phát triển ngành công nghiệp hỗ trợ đối với ngành ô tô tại Việt Nam trong giai đoạn 2015-2019. Bài viết sử dụng phương pháp thống kê mô tả từ các nguồn dữ liệu thứ cấp để phân tích các thành tựu và tồn tại trong các chính sách vĩ mô đối với ngành ô tô của Việt Nam, từ đó đưa ra các hàm ý và đề xuất chính sách để định hướng phát triển ngành công nghiệp ô tô Việt Nam.

**Từ khóa:** Chính sách bảo hộ, công nghiệp ô tô, thuế tiêu thụ đặc biệt, thuế nhập khẩu.

### 1. Giới thiệu

Trên thực tế hiện nay, sau gần 30 năm quy mô ngành và sản lượng ô tô được sản xuất và lắp ráp trong nước có cải thiện nhưng ngành sản xuất ô tô ở Việt Nam mới dừng lại ở công đoạn lắp ráp, sự chuyển giao công nghệ từ các doanh nghiệp nước ngoài. Trong giai

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [lanhtcdn@ueh.edu.vn](mailto:lanhtcdn@ueh.edu.vn)

\*\* Trường Đại học Công nghiệp TP. HCM

đoạn từ 2015-2019, Việt Nam đã chính thức trở thành thành viên của Tổ chức thương mại thế giới (WTO), hiệp định ATIGA được thực thi, EVFTA được đẩy nhanh đàm phán, với những cam kết giảm sâu mức thuế nhập khẩu hàng hóa nhập khẩu; ngành công nghiệp ô tô đứng trước một bước ngoặt lớn cho cả những nhà sản xuất trong nước và người tiêu dùng ô tô... Do vậy, Chính phủ đã duy trì các chính sách vĩ mô cần thiết như: chính sách thay thế nhập khẩu (Import Substitution Industrialization -ISI), chính sách yêu cầu tỷ lệ nội địa hóa (Local Content Requirement - LCR), chính sách bảo hộ thuế quan và phi thuế quan, chính sách ưu đãi đầu tư, chính sách hỗ trợ phát triển ngành công nghiệp hỗ trợ, chính sách ưu đãi lãi suất tín dụng... nhằm hạn chế sự cạnh tranh đến từ các thị trường khác đồng thời cũng ưu đãi, đẩy nhanh xây dựng ngành công nghiệp ô tô trong nước đủ sức cạnh tranh. Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu trước đây cho rằng một trong những nguyên nhân chính làm cho ngành ô tô Việt Nam còn đang gặp khó khăn là do Chính phủ đã áp dụng chính sách bảo hộ quá đà đối với ngành công nghiệp ô tô trong thời gian dài, quy định tỷ lệ nội địa hóa như con dao 2 lưỡi. Mong muốn của bài viết này là đóng góp một cách nhìn mới về chính sách của Chính phủ, đánh giá tác động của những chính sách vĩ mô đến ngành công nghiệp ô tô. Đồng thời đề xuất một số biện pháp để phát triển ngành ô tô Việt Nam trước các cam kết hội nhập kinh tế.

## **2. Tổng quan về chính sách vĩ mô đối với ngành công nghiệp ô tô**

Chính sách vĩ mô đối với ngành công nghiệp ô tô được Chính phủ các nước áp dụng thường xuyên là chính sách bảo hộ thuế quan, cụ thể là: thuế nhập khẩu; thuế tiêu thụ đặc biệt; chính sách bảo hộ phi thuế quan và chính sách phát triển công nghiệp hỗ trợ nâng cao tỷ lệ nội địa hoá.

Lý luận về “bảo hộ nền công nghiệp non trẻ” được xây dựng dựa trên các ý tưởng của nhiều nhà nghiên cứu trải dài từ năm 1791 đến nay. Đầu tiên là lý luận của Alexander Hanilton (1791), trong báo cáo: “Report on manufactures” đã dựa trên thực cảnh của nền kinh tế Mỹ bấy giờ và cho rằng phát triển công nghiệp lớn mạnh không thể khả thi nếu thiếu đi sự bảo hộ của Chính phủ; Hệ thống nền công nghiệp hoàn chỉnh và chính sách tự do hoá thương mại là trái ngược nhau”. Lập luận của Friedrich List (1846) thì cho rằng việc bảo hộ tạm thời bằng thuế quan cao sẽ gây ảnh hưởng xấu làm tăng giá sản phẩm ở hiện tại nhưng sẽ là cần thiết để tạo ra lợi ích giảm giá trong tương lai, là hệ quả của sự cạnh tranh hàng hoá trong nước và nước ngoài. Dù vậy, luận điểm này nhấn mạnh rằng việc bảo hộ ban đầu nên có giới hạn, tạo thúc đẩy cho một nền công nghiệp non trẻ phát triển lên một cấp độ cao hơn. Theo nghiên cứu của Markusen và cộng sự (1995), bảo hộ cho ngành công nghiệp ô tô còn non trẻ sẽ điều tiết lượng tiêu thụ ô tô trong nước phù



hợp với sự phát triển hạ tầng giao thông công cộng. Fukase và Martin (2001) đã phân tích trường hợp thuế suất cao đối với nhập khẩu xe lắp ráp và kết luận rằng việc bảo hộ dẫn đến chi phí sản xuất cao gây khó khăn hơn cho doanh nghiệp. Phòng Chính sách nguồn tài nguyên thiên nhiên, Tổ chức Hợp tác và Phát triển quốc tế (OECD) cho biết: "Ở Đức và Anh từng có yêu cầu các nhà sản xuất điện bắt buộc phải dùng than đá trong nước với chi phí khá cao. Hậu quả là không tạo động cơ cho các nhà sản xuất điện phải cải thiện chi phí sản xuất, khiến các nhà máy lạc hậu dần, hiệu suất sản xuất thấp, phát thải các bon, khí nhà kính cao, giá thành điện cũng cao, và doanh thu từ giá bán điện không thể bù đắp lại những tác hại tiêu cực gây ra với môi trường; Những tác hại trái chiều của yêu cầu về tỷ lệ nội địa hóa là điều cần phải quan tâm. Nếu loại trừ yêu cầu về tỷ lệ nội địa hóa thì có thể giúp nền kinh tế tăng trưởng và phát triển lành mạnh hơn". Trong khi đó, các nhà quản lý cho rằng các doanh nghiệp lắp ráp ô tô trong nước được ưu đãi và bảo hộ quá nhiều từ chính sách thuế.

Tác giả Tuan Phan và Van Anh Nguyen Thi (2008) cho thấy khi ngành công nghiệp ô tô trong nước được bảo vệ bởi mức thuế cao, người tiêu dùng phải chịu mức giá ô tô cao hơn so với giá thế giới. Các nhà sản xuất có vốn FDI không muốn thực hiện cam kết tăng tỷ lệ nội địa hóa của mình, họ cũng không thực hiện chuyển giao công nghệ như mong đợi của Chính phủ. Chính phủ không đạt được mục tiêu nâng cao tỷ lệ nội địa hóa. Đối với nhà sản xuất trong nước là những người có lợi nhất từ chính sách bảo hộ nhưng lại chịu chi phí sản xuất trung bình cao.

Nghiên cứu của Kaoru Natsuda và John Thoburn (2012), cho thấy ban đầu Thái Lan sử dụng bộ chính sách ISI với lệnh cấm nhập khẩu, sau đó là chính sách yêu cầu nội địa hóa (LCR) và bảo hộ thị trường nội địa, các chính sách này thúc đẩy các nhà cung cấp trong nước và không ngăn cản các nhà đầu tư nước ngoài. Các yêu cầu nội địa hóa là một phần trung tâm của các chính sách dành riêng cho ngành công nghiệp ô tô Thái Lan.

Nghiên cứu của Đỗ Quang Giám và Vũ Thị Hải (2015), đưa ra nhận định giai đoạn 2006-2013 Chính phủ Việt Nam đã sử dụng khá nhiều các loại thuế và phí áp dụng đối với nhập khẩu ô tô nguyên chiếc. Lượng tiêu thụ ô tô lắp ráp trong giai đoạn này có xu hướng không ổn định, sự biến động này phần lớn là do sự thay đổi nhiều lần trong chính sách thuế phí. Việc sử dụng công cụ thuế, phí để bảo hộ ngành công nghiệp ô tô trong nước đã không đạt được kết quả như mong đợi. Trong khi tác động của việc điều chỉnh lệ phí trước bạ đến lượng tiêu thụ ô tô lắp ráp là chưa rõ ràng.

Theo Kaoru Natsuda & John Thoburn (2017) cho thấy Philippines đã tuân theo các chính sách công nghiệp tương tự với các đối thủ chính trong ASEAN là Thái Lan,

Indonesia và Malaysia: đó là áp dụng chính sách ISI ban đầu với lệnh cấm nhập khẩu, sau đó với thuế quan, tất cả được hỗ trợ bởi chính sách LCR, và tiếp theo là một số chính sách tự do hóa toàn cầu. Tương tự như vậy, Levinsohn (1988) đã chỉ ra khi giá ô tô nhập khẩu tăng lên do tăng thuế nhập khẩu thì cầu đối với ô tô sản xuất trong nước sẽ tăng lên. Nghiên cứu của Feenstra (1989), Partrick (1996) và Geoffrey & Philip (2011) đều cho rằng bất kỳ thay đổi về thuế quan nào cũng sẽ có tác dụng thuận chiều đối với giá tiêu dùng của hàng nhập khẩu; độ co giãn của cầu (theo thu nhập người dân) đối với ô tô là thuận chiều.

Bài nghiên cứu này đã sử dụng phương pháp thống kê mô tả, phương pháp phân tích, tổng hợp và phương pháp so sánh đối chiếu. Phương pháp thống kê mô tả được sử dụng để thống kê các thay đổi trong thay đổi trong thuế suất thuế nhập khẩu, thuế suất thuế TTĐB, thống kê dữ liệu nhập khẩu, sản xuất và tiêu thụ xe ô tô tại Việt Nam trong giai đoạn 2015-2019. Với các dữ liệu thứ cấp: Dữ liệu thuế quan, hàng rào phi thuế quan và các chính sách, thể chế quản lý được tổng hợp từ các nghị định của Chính phủ, các quyết định của Thủ tướng Chính phủ, các thông tư của Bộ Tài chính và báo cáo Bộ Công thương. Dữ liệu số lượng xe nhập khẩu Tổng cục Hải quan, dữ liệu số lượng xe sản xuất và tiêu thụ trong khu vực ASEAN lấy từ Liên đoàn ô tô Đông Nam Á. Dữ liệu về kết quả kinh tế của ngành công nghiệp ô tô Việt Nam lấy từ báo cáo bán hàng của Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA).

### **3. Thực trạng ngành công nghiệp ô tô Việt Nam dưới tác động của các chính sách vĩ mô trong xu thế hội nhập kinh tế**

#### **3.1. Thực trạng ngành công nghiệp ô tô Việt Nam**

Ngành công nghiệp ô tô Việt Nam bắt đầu từ năm 1991, phát triển muộn hơn so với các nước trong khu vực khoảng 30 năm (như Thái Lan, Indonesia, Malaysia...). Quá trình hình thành và phát triển của ngành công nghiệp ô tô Việt Nam có thể tổng quan trong ba giai đoạn:

Giai đoạn đầu 1990-2003: Xí nghiệp liên doanh ô tô Hòa Bình và Công ty liên doanh Mekong Auto đã thành lập một liên doanh ô tô có vốn đầu tư nước ngoài. Tới năm 1995, ba thương hiệu lớn: Toyota, Ford và Chrysler đã đăng ký và nhận được giấy phép đầu tư sản xuất và lắp ráp ô tô đầu tiên tại Việt Nam. Giai đoạn này, ngành công nghiệp ô tô ở giai đoạn sơ khai, Chính phủ áp dụng chính sách bảo hộ ở mức khá cao, sử dụng hàng rào thuế quan với chính sách thuế suất thuế nhập khẩu ở mức cao đối với các loại xe nhập khẩu nguyên chiếc và đặc biệt là “chính sách cấm nhập khẩu đối với ô tô dưới 15 chỗ ngồi”.

Giai đoạn 2003 – 2007: Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA) chính thức ra đời với khoảng 20 liên doanh lắp ráp và kinh doanh xe ô tô. Giai đoạn này Việt Nam đang vào giai đoạn cuối trong quá trình đàm phán gia nhập WTO, Chính phủ và Bộ Tài chính phải điều chỉnh và ban hành các chính sách phù hợp theo các điều kiện của WTO. Hàng loạt chính sách bảo hộ và ưu đãi trước đó cho các ngành sản xuất trong nước đều được điều chỉnh giảm và cam kết gỡ bỏ theo lộ trình sao cho phù hợp.

Giai đoạn 2007 – 2019: Trong năm 2016, thương hiệu ô tô Trường Hải đã chiếm vị trí đứng đầu trong thị phần ô tô tại Việt Nam. Sự tham gia của Vingroup, tập đoàn tư nhân lớn nhất của Việt Nam vào ngành công nghiệp ô tô đã làm dấy lên hy vọng mới cho sự phát triển công nghiệp hóa của Việt Nam. Giai đoạn này các chính sách vĩ mô đối với ngành ô tô Việt Nam (đặc biệt là các chính sách thuế) thường xuyên thay đổi và khó dự đoán.

Theo quyết định số 1168/QĐ-TTg (Thủ tướng chính phủ, 2014) ngày 16/07/2014, xác định ngành công nghiệp sản xuất ô tô là ngành kinh tế trọng điểm và được ưu tiên đầu tư xây dựng với việc phát triển công nghiệp sản xuất, lắp ráp ô tô ở Việt Nam được xem là chiến lược quan trọng trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ ô tô trong nước tăng nhanh. Mục tiêu tỷ lệ tiêu thụ xe sản xuất trong nước tăng trưởng trung bình 20%/năm. Mục tiêu tỷ lệ xe được sản xuất, lắp ráp trong nước so với nhu cầu tiêu thụ xe nội địa tính đến năm 2020 đạt tỷ lệ trung bình 67%, nâng lên 70% vào năm 2025, 78% năm 2035.

### **3.2. Chính sách thuế tại Việt Nam trước các cam kết hội nhập kinh tế**

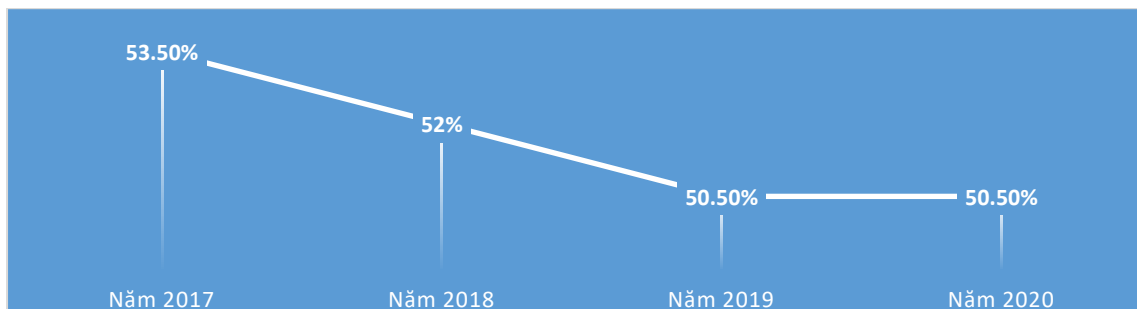
Tại Việt Nam, phân loại dựa trên sắc thuế áp lên các mặt hàng thì người tiêu dùng mặt hàng xe ô tô phải chịu 3 loại thuế là thuế nhập khẩu, thuế TTĐB và thuế giá trị gia tăng. Phân loại theo đối tượng chịu thuế áp dụng cho ô tô thành 2 nhóm: (i) Thuế, phí đánh vào người tiêu dùng ô tô; và (ii) Thuế, phí đánh vào các doanh nghiệp sản xuất, lắp ráp ô tô. Các loại thuế, phí này đều tính vào chi phí sản xuất, kinh doanh ô tô, làm ảnh hưởng đến giá bán xe từ đó ảnh hưởng đến lượng tiêu thụ ô tô nói chung ô tô lắp ráp trong nước nói riêng (Đỗ Quảng Giám và Vũ Thị Hải, 2015).

#### *3.2.1. Chính sách thuế nhập khẩu*

#### **Cam kết cắt giảm thuế nhập khẩu trong WTO**

Vào năm 2016, Chính phủ đã ban hành biểu thuế nhập khẩu hàng hóa được quy định tại Nghị định 122/2016/NĐ-CP, quy định về biểu thuế suất nhập khẩu ưu đãi trong WTO, thuế nhập khẩu cho mặt hàng ô tô được duy trì ở mức 47% đến 55% cho từng dòng xe khác nhau và duy trì ổn định trong giai đoạn 2017 đến 2019.

**Hình 1: Biểu thuế suất thuế nhập khẩu ưu đãi trung bình các dòng xe ô tô theo WTO**

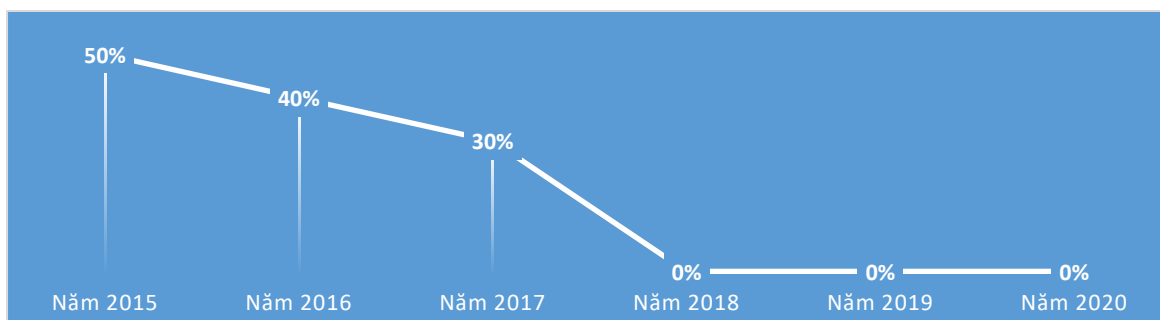


*Nguồn: Nghị định 122/2016/NĐ-CP.*

### **Cam kết cắt giảm thuế nhập khẩu trong ASEAN và ASEAN +1**

Theo thông tư số 165/2014/TT-BTC và Nghị định số 156/2017/NĐ-CP ban hành Biểu thuế ưu đãi đặc biệt của Việt Nam để thực hiện hiệp định thương mại hàng hóa ASEAN giai đoạn 2015-2018 và giai đoạn 2018-2022, Việt Nam sẽ cắt giảm thuế nhập khẩu với tất cả các dòng xe ô tô nhập khẩu theo lộ trình bắt đầu từ năm 2015 với mức thuế suất áp dụng là 50%, giảm xuống 40% vào năm 2016, 30% vào năm 2017 và giảm về 0% kể từ năm 2018.

**Hình 2: Biểu thuế nhập khẩu ưu đãi ban hành theo cam kết trong ATIGA**



*Nguồn: Thông tư số 165/2014/TT-BTC và Thông tư số 156/2017/NĐ-CP*

Ngoài hiệp định trong khối ASEAN, thì các hiệp định song phương ASEAN +1 cũng được xúc tiến và có lộ trình cắt giảm thuế nhập khẩu. Hiệp định thương mại tự do giữa ASEAN và Trung Quốc (ACFTA) có lộ trình cắt giảm thuế đối với ô tô từ 100% về 50% trong giai đoạn từ 2009 đến 2018. Hiệp định thương mại tự do giữa ASEAN và Hàn Quốc (AKFTA) lộ trình cắt giảm thuế nhập khẩu ô tô từ 100% xuống 50% trong giai đoạn từ 2015 đến 2018. Cam kết cắt giảm thuế nhập khẩu theo hiệp định EVFTA. Tính đến ngày

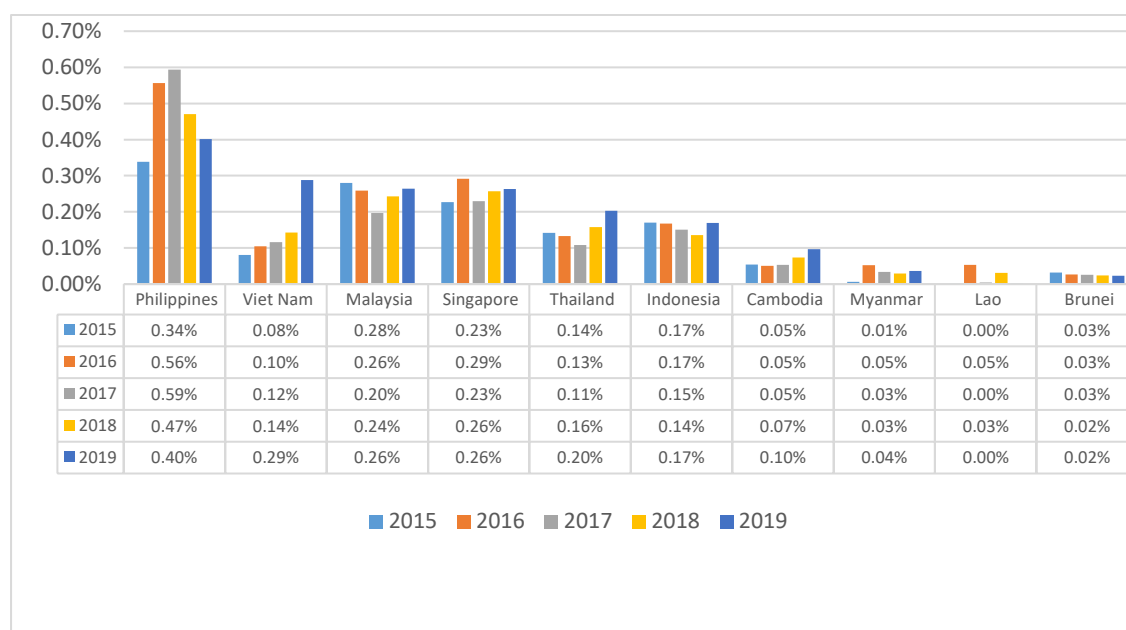
30 tháng 6 năm 2019, Việt Nam và EU chính thức ký kết EVFTA và EVIPA và dự tính sẽ có hiệu lực vào tháng 8 năm 2020. Theo cam kết cắt giảm thuế quan giữa Việt Nam và EU, thuế nhập khẩu ô tô nguyên chiếc từ châu Âu về Việt Nam sẽ giảm còn 0% sau 10 năm. Riêng ô tô có động cơ xăng trên 3.000cc và động cơ Diesel trên 2.500cc sẽ về mức 0% sau 9 năm.

### 3.2.2. Nhập khẩu mặt hàng ô tô của Việt Nam

#### Nhập khẩu mặt hàng ô tô từ thế giới, khuôn khổ WTO

Theo số liệu thống kê nhập khẩu xe của các nước trong ASEAN của Liên đoàn ô tô ASEAN (AAF) trong giai đoạn từ năm 2015-2019 thì tỷ lệ giá trị nhập khẩu xe ô tô trung bình của khối ASEAN so với thế giới là 1,6%. Mức tăng trưởng trung bình giá trị nhập khẩu xe của Philippines là cao nhất (+0.47%). Các nước như Malaysia, Singapore có mức tăng trưởng trung bình khoảng 0.25%, Thái Lan và Indonesia mức tăng trưởng trung bình khoảng 0.16%.

**Hình 3: Tỷ lệ giá trị nhập khẩu xe của các nước ASEAN so với Thế giới**



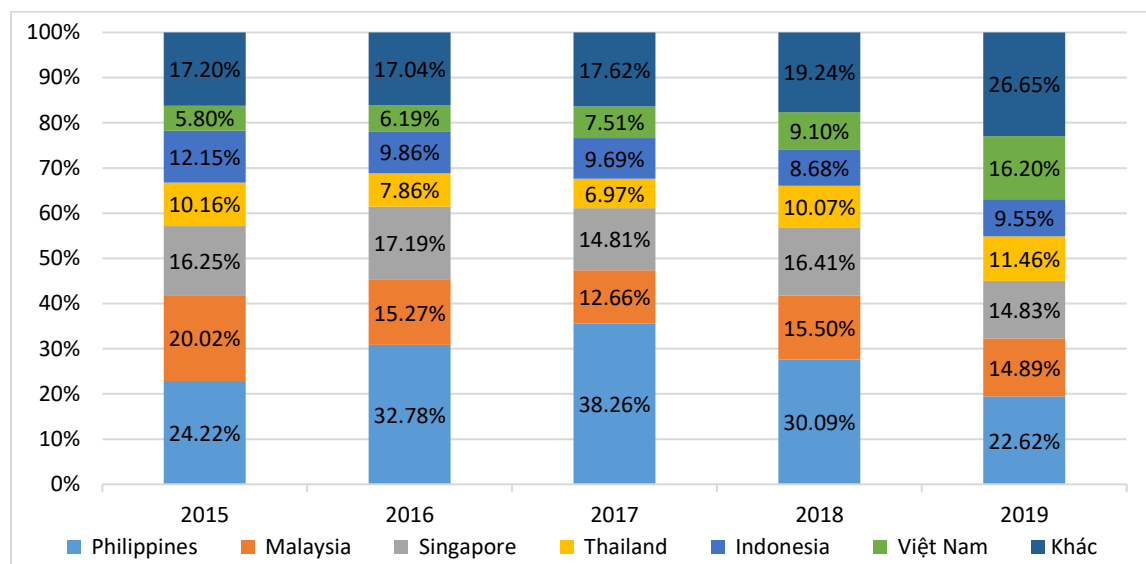
*Nguồn: Số liệu thống kê từ Liên đoàn ô tô ASEAN (AAF) ( [www.trademap.org](http://www.trademap.org) )*

Giai đoạn 2015-2019, tỷ trọng nhập khẩu xe của các nước trong ASEAN giữ ở mức trung bình và tương đối ổn định. Tuy nhiên, tỷ trọng giá trị nhập khẩu xe của Việt Nam tăng lên 0,14% năm 2018, năm 2019 tăng mạnh tương đương với 0,29% giá trị nhập khẩu xe của thế giới, tăng gấp hai lần so với năm 2018.

## Nhập khẩu mặt hàng ô tô từ khu vực ASEAN, ASEAN +1.

Tỷ trọng giá trị nhập khẩu xe của Việt Nam so với các nước trong ASEAN tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2015-2019. Từ vị trí thấp nhất chỉ chiếm 5,8% năm 2015, lên vị trí thứ ba với 16,2% vào năm 2019 tương đương với xấp xỉ 3 lần.

**Hình 4: Tỷ trọng Giá trị nhập khẩu xe của các nước trong khu vực ASEAN**



*Nguồn: Số liệu thống kê của Liên đoàn ô tô ASEAN (www.trademap.org)*

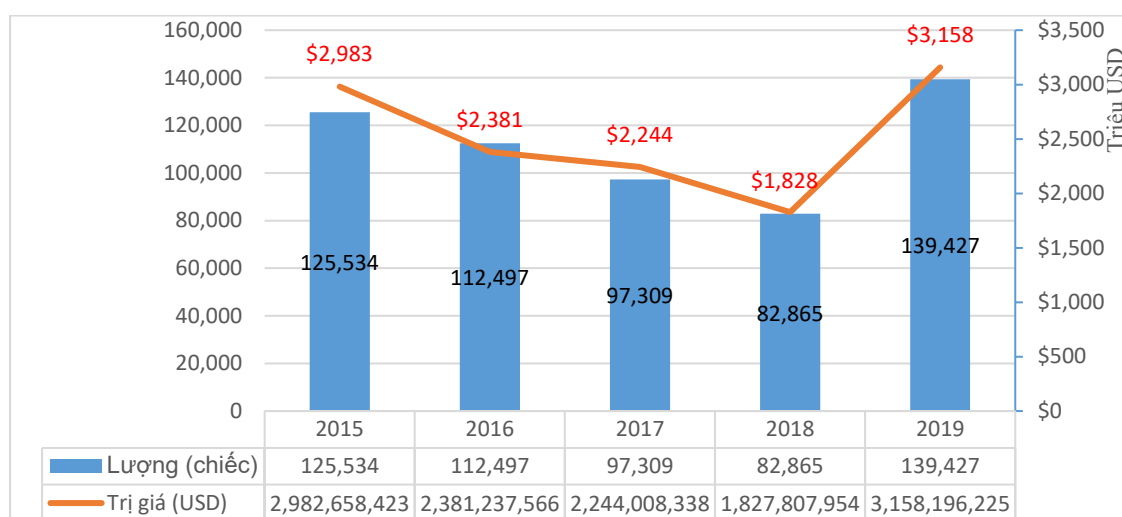
## Cơ cấu nhập khẩu xe của Việt Nam

Nhìn tổng quan, theo dữ liệu về sản lượng và giá trị các loại mặt hàng chủ yếu của Tổng cục Hải quan Việt Nam, giá trị nhập khẩu mặt hàng ô tô của Việt Nam đạt giá trị hơn 2,98 tỷ USD, tương đương với 125.534 xe các loại trong năm 2015, với giá xe nhập khẩu trung bình khoảng 550 triệu VND/xe.

Năm 2016, giá trị nhập khẩu ô tô giảm 20,2% và giảm 10,4% về số lượng xe nhập, giá xe nhập khẩu trung bình khoảng 491 triệu VND/xe. Liên tiếp giảm mạnh vào năm 2017 và 2018 tương ứng với mức giảm 13,5% và 14,8% về số lượng, 5,8% và 18,5% về giá trị, giá xe nhập khẩu trung bình khoảng 535 triệu VND/xe. Năm 2019 tăng trưởng trở lại với giá trị hơn 3,1 tỷ USD, sản lượng tăng lên 139.427 xe. Tuy thuế nhập khẩu đối với mặt hàng ô tô trong ASEAN đã bắt đầu giảm từ năm 2015 đến 2017 nhưng lại có tác động ngược chiều đến tổng sản lượng nhập khẩu xe của Việt Nam. Để giải thích cho việc này, một nhận định của Đức Việt (2017), cho rằng tâm lý người tiêu dùng vẫn chưa vội “xuống

tiền” cho mặt hàng này do họ đang kỳ vọng giá xe nhập khẩu sẽ giảm sâu từ đầu năm 2018 và giá xe sẽ rẻ hơn nhờ được hưởng lợi thuế từ hiệp định ATIGA.

**Hình 5: Tổng sản lượng và giá trị nhập khẩu xe của Việt Nam từ năm 2015-2019**

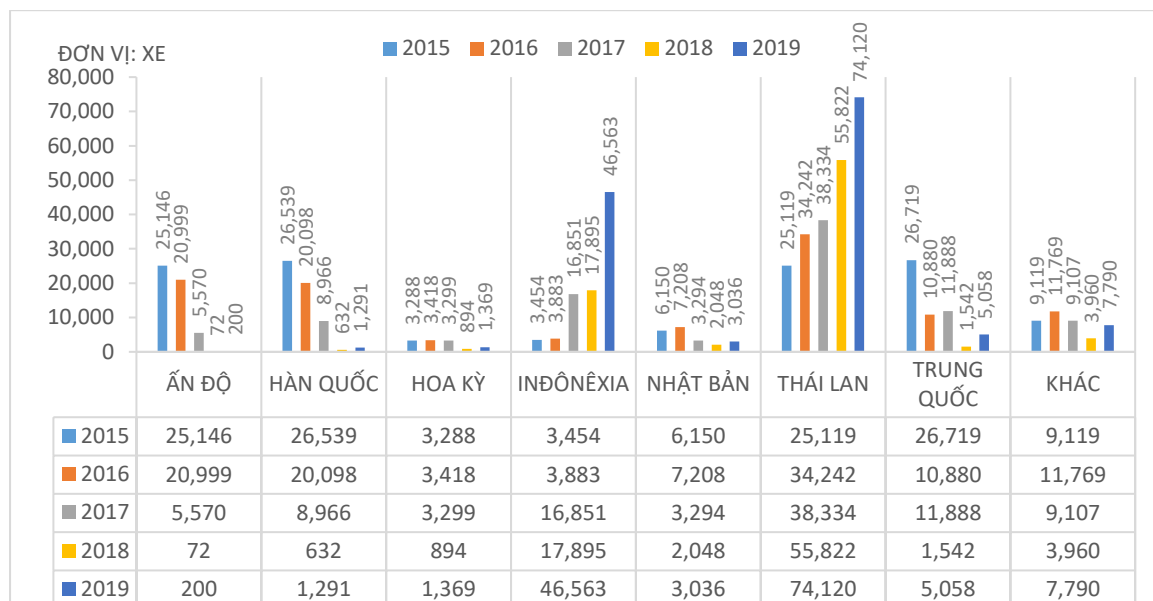


*Nguồn: Tổng cục Hải quan*

Xét về cơ cấu nhập khẩu xe ô tô từ các thị trường giai đoạn năm 2015-2019, mặt hàng xe ô tô năm 2015 chủ yếu được nhập khẩu từ 4 thị trường, đứng đầu là Trung Quốc với 26.179 xe (tỷ lệ 21% trong tổng số lượng xe nhập khẩu vào Việt Nam), vị trí thứ hai từ Hàn Quốc là 26.539 xe (chiếm 21%). Từ Ấn Độ là 25.146 xe (chiếm 20%), từ Thái Lan 25.119 xe (chiếm tỷ lệ 20%).

Đến năm 2019, hai vị trí lớn nhất đã được thay thế là Thái Lan 74.120 xe (chiếm 48,3%), Indonesia là 46.563 xe (chiếm 19,8%). Sự chuyển dịch kim ngạch nhập khẩu từ các nước không nằm trong khu vực ASEAN như Ấn Độ, Hàn Quốc, Trung Quốc sang các nước trong ASEAN như Thái Lan và Indonesia. Sản lượng nhập khẩu xe của Việt Nam từ các nước ASEAN đặc biệt là từ Indonesia và Thái Lan tăng mạnh nhờ được hưởng ưu đãi thuế từ cam kết trong khu vực.

**Hình 6: Giá trị nhập khẩu mặt hàng ô tô từ một số vùng lãnh thổ**



Nguồn: Tổng cục Hải quan

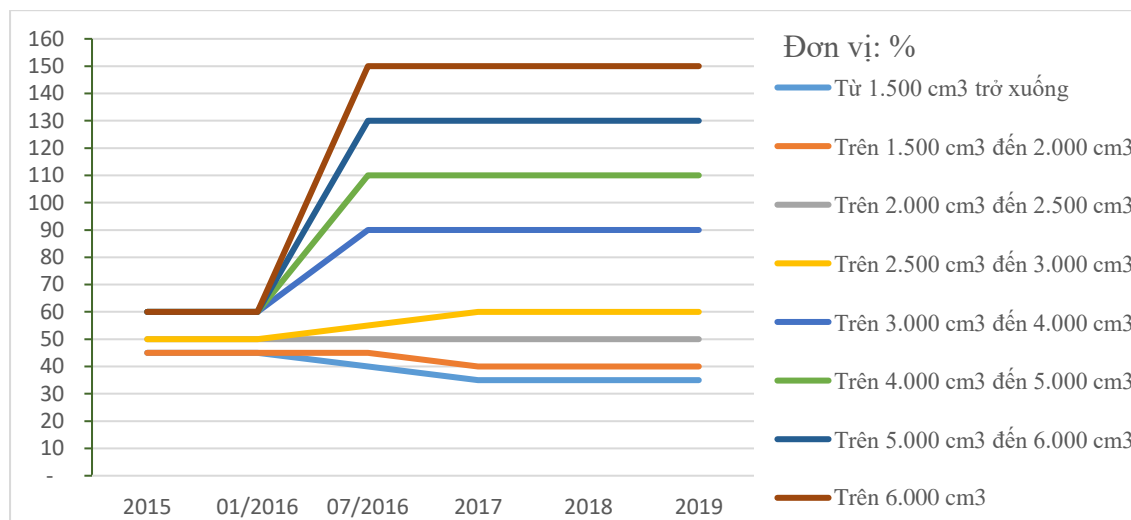
### 3.2.3. Chính sách thuế tiêu thụ đặc biệt

#### Cam kết cắt giảm thuế tiêu thụ đặc biệt theo WTO

Từ luật thuế TTĐB số 08/2003/QH11, Chính phủ duy trì chính sách bảo hộ cao đối với ngành ô tô, mức thuế TTĐB đối với ô tô sản xuất trong nước được ưu đãi giảm thuế 70% so với mức thuế suất áp dụng cho mặt hàng ô tô nhập khẩu nguyên chiếc về Việt Nam tại cùng thời điểm. Tuy nhiên, bắt đầu điều chỉnh giảm cho các năm sau đó: năm 2005 ưu đãi giảm còn 50%, 2006 còn 30%, và chính thức bằng với mức thuế suất đối với hàng nhập khẩu vào năm 2007 để đáp ứng yêu cầu của hiệp định WTO. Theo Luật thuế TTĐB số 106/2016/QH13 thì những dòng xe có dung tích xi lanh nhỏ từ dưới 1.500cm<sup>3</sup> (xe con, xe du lịch) sẽ được điều chỉnh thuế suất thuế TTĐB giảm từ mức 45% xuống còn 35%, giảm 10%. Trong khi đó với các dòng xe có dung tích xi lanh lớn từ 2.000cm<sup>3</sup> trở lên (xe tải, xe thương mại) được điều chỉnh tăng, tăng cao nhất là dòng xe có dung tích xi lanh bằng hoặc lớn hơn 6.000cm<sup>3</sup> chịu mức thuế suất lên đến 150%, tăng 2,3 lần so với 60% trước tháng 7 năm 2016.



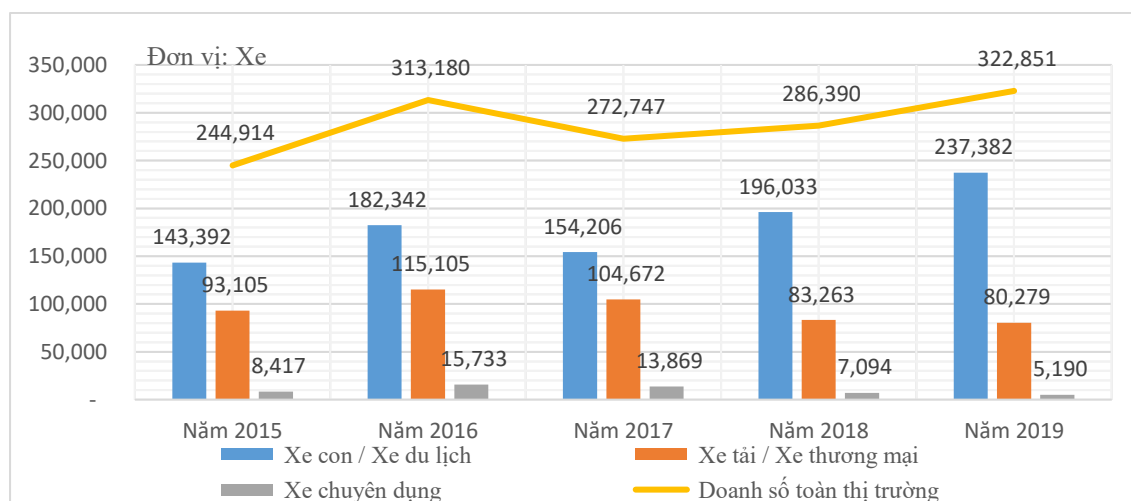
**Hình 7: Thuế suất Thuế TTĐB theo dung tích xi lanh**



*Nguồn: Tác giả tổng hợp*

### 3.2.4. Doanh số tiêu thụ ô tô thị trường Việt Nam

**Hình 8: Doanh số bán xe theo loại xe thị trường Việt Nam giai đoạn 2015-2019**



*Nguồn: Báo cáo bán hàng VAMA*

Trong giai đoạn từ năm 2015 đến 2019, theo số liệu từ báo cáo bán hàng của Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA) thì tỷ lệ tăng trưởng của doanh số bán hàng toàn thị trường ô tô Việt Nam đạt 8,2% tương đương với 19.484 xe/năm.

Dòng xe con/xe du lịch tăng lên từ 143.392 xe (chiếm 58,5% lượng xe tiêu thụ) năm 2015, lên 237.382 xe năm 2019 (chiếm 73,5% lượng xe tiêu thụ). Dòng xe tải/xe thương mại từ 93.105 xe (38% lượng xe tiêu thụ) năm 2015, giảm xuống còn 80.279 xe (24,9% lượng xe tiêu thụ) năm 2019.

### **3.3. Chính sách phi thuế quan tại Việt Nam**

Nghị định 116/2017/NĐ-CP quy định điều kiện sản xuất, lắp ráp, nhập khẩu và kinh doanh dịch vụ bảo hành, bảo dưỡng ô tô. Doanh nghiệp phải được cấp “Giấy phép kinh doanh nhập khẩu ô tô” và đạt các tiêu chuẩn: Có cơ sở bảo hành, bảo dưỡng ô tô, có tài liệu chứng minh doanh nghiệp được quyền thay mặt doanh nghiệp sản xuất, lắp ráp ô tô nước ngoài thực hiện lệnh triệu hồi ô tô nhập khẩu. Chính phủ đã tạo ra rào cản phi thuế quan, cụ thể là tạo ra rào cản về quy định cơ sở vật chất và điều kiện kỹ thuật để kiểm soát lượng xe ô tô nhập khẩu vào Việt Nam. Trong 7 tháng đầu năm 2018 tổng sản lượng nhập khẩu ô tô nguyên chiếc chỉ đạt 18.957 xe ô tô các loại tương đương với 2.708 xe/tháng, giảm hơn mức trung bình của năm 2017 là 8.100 xe/tháng. Sản lượng xe nhập khẩu trong 5 tháng cuối năm 2018 đạt 62.652 xe tương đương với 12.530 xe/tháng. Tỷ lệ này cao hơn nhiều so với 7 tháng đầu năm và năm 2017. Nghị định số 116/2017/NĐ-CP là một rào cản lớn ảnh hưởng đến sản lượng xe nhập khẩu năm 2018.

### **3.4. Chính sách phát triển công nghiệp phụ trợ, nâng cao tỷ lệ nội địa hóa**

#### *3.4.1. Chính sách phát triển ngành công nghiệp phụ trợ*

Từ cuối năm 2015, Chính phủ đã ban hành nghị định số 111/2015/NĐ-CP, về phát triển ngành công nghiệp hỗ trợ. Trong đó, nhóm chính sách hỗ trợ phát triển bao gồm các chính sách nhằm thúc đẩy nghiên cứu và phát triển. Doanh nghiệp được hỗ trợ một phần kinh phí cho việc nghiên cứu và phát triển từ chương trình “Phát triển công nghệ hỗ trợ”. Nhóm các chính sách ưu đãi đối với công nghiệp hỗ trợ, ưu tiên các dự án đầu tư mới hoặc mở rộng quy mô sản xuất các sản phẩm có ứng dụng các thiết bị mới. Các chính sách ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế nhập khẩu, tín dụng đầu tư... cũng được hưởng ưu đãi đối với các doanh nghiệp đầu tư mới.

### 3.4.2. Nội địa hóa và năng lực sản xuất xe ô tô trong nước

#### Nội địa hóa

Trong nghiên cứu của Nguyễn Bích Thủy (2008), nội địa hóa được định nghĩa là nguồn cung cấp các bộ phận hoặc linh kiện được sản xuất trong nước sẽ được sử dụng để lắp ráp thành phẩm. Mức độ nội địa hóa hoặc tỷ lệ nội địa hóa được định nghĩa là tỷ lệ phần trăm của các bộ phận hoặc thành phần được sản xuất trong một quốc gia sẽ được sử dụng để lắp ráp thành phẩm. Ngành ô tô Việt Nam hiện áp dụng cả hai cách tính tỷ lệ nội địa hóa theo danh sách điểm và theo giá trị cho ô tô. Theo báo cáo phân tích ngành ô tô của ASEAN securites (2020), các doanh nghiệp trong ngành sản xuất, lắp ráp ô tô hiện đang có tỷ lệ nội địa hóa thấp chỉ khoảng 7%-10%, trong khi tỷ lệ nội địa hóa trung bình trong khu vực ASEAN vào khoảng 55%-60%.

#### Hình 9: Tỷ lệ nội địa hóa trung bình ngành ô tô các nước ASEAN

Đơn vị: %



Nguồn: Báo cáo ngành ô tô ASEAN Securities, 2019

Nghị định số 108/2015/NĐ-CP nêu rõ giá tính thuế TTĐB đối với hàng hóa nhập khẩu được xác định tại 2 giai đoạn, những doanh nghiệp có tỷ lệ nội địa hóa càng cao thì sẽ được hưởng lợi từ khấu trừ thuế TTĐB, giảm giá thành sản xuất xe. Báo cáo ngành ô tô của Vietinbank securities (2019) thì các doanh nghiệp sản xuất xe trong nước nếu thực hiện nâng cao tỷ lệ nội địa hóa càng cao thì càng được hưởng lợi về giá thành sản xuất. Cụ thể nếu tỷ lệ nội địa hóa là 10% thì giá thành sản xuất sẽ được giảm tương ứng là 4%, tỷ lệ này tăng lên tương ứng. Như vậy nếu doanh nghiệp thỏa mãn tỷ lệ nội địa hóa đến 80% thì giá thành sản xuất sẽ giảm 32%, điều này có vẻ ngược lại với nhận định của Fukase và Martin (2001) và Tổ chức Hợp tác và Phát triển quốc tế (OECD) như đã nêu ở phần trên nhưng có thể lý giải dựa trên lập luận về tính hai mặt của chính sách bảo hộ.

**Bảng 1: Tỷ lệ hưởng lợi từ việc gia tăng tỷ lệ nội địa hóa ngành ô tô**

Tỷ lệ nội địa hóa	10%	15%	20%	40%	60%	80%
Mức giảm giá vì thuế so với xe nhập	4%	6%	8%	16%	24%	32%

*Nguồn: Báo cáo Ngành ô tô, Vietinbank securities, 2019*

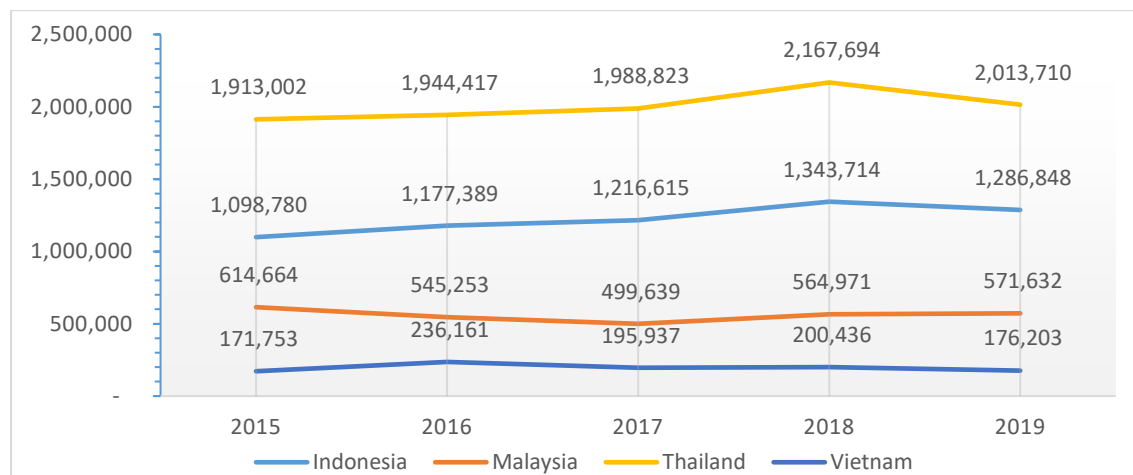
### **Năng lực sản xuất xe ô tô trong nước**

Năng lực sản xuất của hầu hết các nhà sản xuất ô tô trong khu vực đều tập trung ở Indonesia và Thái Lan. Sản lượng sản xuất xe trung bình của Thái Lan ở vị trí số 1, đạt 2.005.529 xe/năm, Indonesia đứng ở vị trí số 2 với trung bình 1.224.669 xe/năm. Trong khi Malaysia chiếm vị trí thấp hơn, với trung bình 559.232 xe/năm. Riêng Việt Nam sản xuất xe trung bình là 196.098 xe/năm với năng lực thấp và thường chỉ sản xuất, lắp ráp xe với 100% linh kiện nhập khẩu. Các thành viên ASEAN còn lại không có hoặc có năng lực sản xuất không đáng kể và chỉ có thể được giải thích như là một phần của hoạt động thử nghiệm thị trường của một số nhà sản xuất thiết bị gốc (OEM) nhất định. Giai đoạn 2015-2019, tốc độ bình quân trong tăng trưởng sản lượng ô tô được sản xuất và lắp ráp trong nước khoảng 10,5%/năm.

Theo nghiên cứu của Aini Suzana Ariffina và Mohd Lutfi Iskandar Sahid (2017) và Bích Liên và Thuý Quỳnh (2019) ngành công nghiệp linh kiện và phụ tùng ô tô của Thái Lan bao gồm 648 nhà sản xuất cấp 1 hoặc OEM, và 1.641 nhà sản xuất cấp 2 và 3. So với Thái Lan thì Việt Nam vốn thiếu các nhà cung cấp ô tô tiêu chuẩn toàn cầu, Việt Nam chỉ có khoảng 33 nhà cung cấp cấp 1, 200 nhà cung cấp cấp 2 và 3. Tập trung ở một số thương hiệu lớn như: Bosch, Magna, Denso, Toyota Soshoku, Toyota Gosei... (Vietinbank securities, 2019).

Theo Tổng cục Thống kê năm 2015 giá trị nhập khẩu linh kiện phụ tùng ô tô khoảng 3 tỷ USD. Đến 2019 đạt 4,2 tỷ USD tương đương tăng 40% so với năm 2015, trong khi đó tăng trưởng trong sản xuất xe nội địa trong cùng giai đoạn chỉ là 10%.

**Hình 10: Tổng sản lượng xe sản xuất khu vực ASEAN giai đoạn 2015 – 2019**



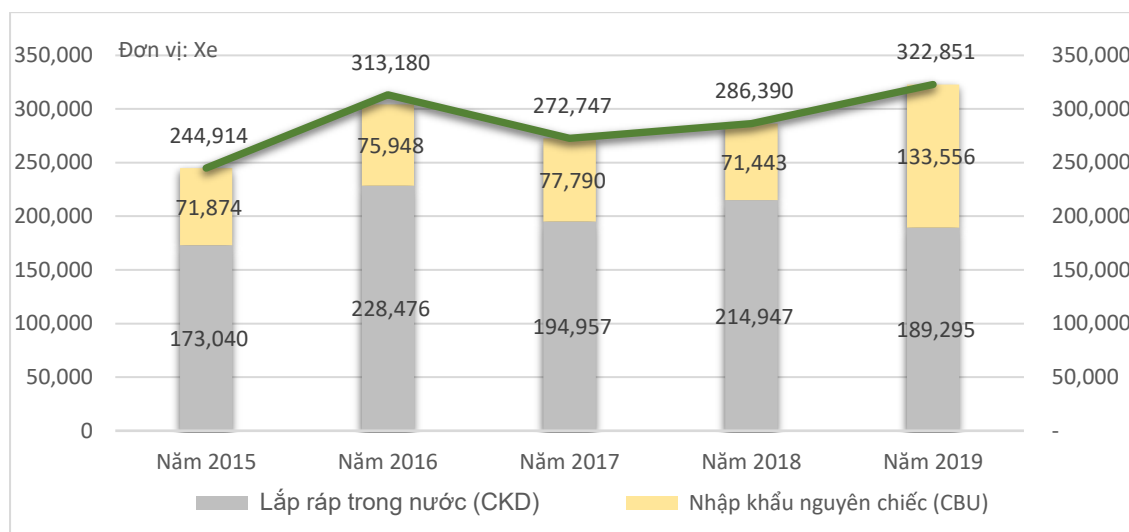
Nguồn: Dữ liệu Liên đoàn ô tô ASEAN (AAF)

### 3.4.3. Sản lượng tiêu thụ xe ô tô tại Việt Nam

Theo số liệu các báo cáo bán hàng Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA), doanh số bán của dòng xe nhập nguyên chiếc (CBU) trong giai đoạn từ năm 2015-2019 tăng trưởng trung bình 21,9%. Cụ thể năm 2015 đạt con số 71.874 xe, năm 2016 tăng 5,7% (75.948 xe), giảm 8,2% (chỉ còn 71.443 xe) trong năm 2018. Sự sụt giảm trong doanh số bán xe nhập khẩu nguyên chiếc (CBU) trong năm 2018 là do nguồn cung xe nhập khẩu bị sụt giảm mạnh. Bước sang năm 2019 doanh số bán xe CBU đạt 133.556 xe tăng 86,9% so với năm 2018. Doanh số bán hàng của dòng xe CKD có xu hướng chững lại với mức tăng trưởng khiêm tốn trung bình khoảng 3,9% trong giai đoạn 2015-2019. Đặc biệt với sự sụt giảm mạnh ở năm 2017, giảm 14,7% so với năm 2016 chỉ đạt 194.957 xe và sự sụt giảm mạnh vào năm 2019, giảm 11,9% so với năm 2018 doanh số chỉ đạt 189.295 xe.

Năm 2019 tỷ trọng doanh số bán xe CKD chỉ chiếm 58,6% trong tổng doanh số bán xe tại Việt Nam. Thị phần ô tô sản xuất trong nước sụt giảm nghiêm trọng trước nguồn cung sản phẩm nhập khẩu là mối lo lớn cho Chính phủ và các nhà quản lý kinh tế.

**Hình 11: Doanh số bán hàng theo khu vực sản xuất của Việt Nam giai đoạn 2015-2019**



*Nguồn: Tổng hợp các báo cáo bán hàng của VAMA*

### 3.5. Những ảnh hưởng chính sách bảo hộ đến ngành công nghiệp ô tô Việt Nam

#### 3.5.1. Các thành tựu đã đạt được

Trong giai đoạn 2015-2019, nhìn chung Chính phủ đã giảm dần chính sách bảo hộ thuế quan so với thời kỳ trước, đồng thời tập chung vào việc phát triển ngành công nghiệp ô tô trong nước. Giá trị nhập khẩu xe ô tô của Việt Nam tăng lên gấp đôi từ 1,1 tỷ USD năm 2018 lên 2,2 tỷ USD năm 2019. Nguồn cung xe ô tô dồi dào từ khu vực ASEAN, đa dạng về thương hiệu, mẫu mã, chủng loại. Người tiêu dùng trong nước được hưởng lợi, có nhiều sự lựa chọn với giá cả hợp lý. Tính tới cuối năm 2019 ngành ô tô Việt Nam đã có những thương hiệu lớn như Hyundai, Trường Hải, Vinaxuki..., các doanh nghiệp này đa số tập chung chủ yếu sản xuất các loại xe bus, xe tải nhẹ. Trong năm 2019, thương hiệu Vinfast là doanh nghiệp tư nhân đầu tiên đi tiên phong trong lĩnh vực sản xuất xe con đã xây dựng nhà máy tại Hải Phòng với dây chuyền sản xuất hiện đại và sản xuất thành công loại xe con với tỷ lệ nội địa hóa lên đến 40%.

Chính sách thuế suất thuế TTĐB đã được thay đổi nhằm định hướng tiêu dùng và kích thích tốc độ gia tăng phương tiện giao thông để phù hợp với cơ sở hạ tầng giao thông của nước ta trong giai đoạn 2015-2019. Chính sách thay đổi cách tính giá tính thuế TTĐB theo hướng có lợi cho các nhà sản xuất và lắp ráp ô tô tại Việt Nam. Tạo thêm thời gian và cơ hội cho ngành công nghiệp ô tô trong nước phát triển.

Tính đến hết năm 2019, cả nước có 358 doanh nghiệp sản xuất linh kiện liên quan đến ô tô, trong đó có 50 doanh nghiệp lắp ráp ô tô; 45 doanh nghiệp sản xuất khung gầm, thân xe, thùng xe; 214 doanh nghiệp sản xuất linh kiện, phụ tùng ô tô. Sản lượng xe sản xuất lắp ráp trong nước trong giai đoạn từ năm 2015-2019 tăng, đạt 176.203 xe vào năm 2019. Kết hợp với tốc độ tăng trưởng sản xuất xe trung bình trong nước trong giai đoạn 2015-2019 là 10.5%/năm.

### *3.5.2. Những tồn tại và hạn chế*

Chính phủ chưa xác định được dòng xe chiến lược, chưa định hướng rõ nét chính sách phát triển ngành ô tô cụ thể. Thất bại trong chính sách nâng cao tỷ lệ nội địa hoá và các chính sách, chiến lược phát triển ngành công nghiệp phụ trợ đề ra mục tiêu tỷ lệ nội địa hóa vẫn chưa tương xứng với tốc độ cũng như quy mô phát triển của ngành. Đồng thời, quy mô thị trường ô tô Việt Nam còn quá nhỏ. Đa phần các sản phẩm sản xuất, lắp ráp trong nước chưa được đa dạng hóa, sản lượng thấp dẫn đến nhu cầu linh kiện trong nước nhỏ lẻ gây khó cho các doanh nghiệp trong ngành công nghiệp phụ trợ. Năng lực các doanh nghiệp trong ngành còn yếu, chưa đáp ứng được yêu cầu của chuỗi cung ứng toàn cầu. Một mặt khác, các tập đoàn lớn toàn cầu trong ngành ô tô, họ thường sử dụng các doanh nghiệp đã từng là nhà cung cấp linh kiện cho họ. Điều này một phần gây nhiều khó khăn trong việc tham gia chuỗi giá trị của các doanh nghiệp Việt nam.

## **4. Kết luận và khuyến nghị giải pháp**

### **4.1. Kết luận**

Giai đoạn 2015-2019, thuế nhập khẩu mặt hàng ô tô giảm sâu theo cam kết trong WTO và ATIGA đã tạo thuận lợi cho nguồn cung xe ô tô nhập khẩu tăng, giá trị xe nhập khẩu vào Việt Nam tăng gấp 4 lần. Thuế nhập khẩu ô tô từ ASEAN về 0% làm dịch chuyển mạnh mẽ thị trường nhập khẩu xe từ các nước Ấn Độ, Hàn Quốc, Trung Quốc sang các nước trong ASEAN như Thái Lan và Indonesia. Thuế tiêu thụ đặc biệt cũng được điều chỉnh giảm xuống 11% đến 22% đối với các dòng xe có dung tích xi lanh dưới 2.000cm<sup>3</sup>, doanh số bán của dòng xe này tăng trưởng mạnh chiếm tỷ trọng 59% lên 74% tổng doanh số bán xe, ngược lại điều chỉnh tăng thuế từ 50% - 150% đối với các dòng xe có dung tích xi lanh lớn (xe tải/xe thương mại và xe chuyên dụng) sụt giảm từ 41% xuống còn 26%. Mặc dù, Chính phủ ban hành nghị định nhằm phát triển ngành công nghiệp hỗ trợ nhưng ngành công nghiệp hỗ trợ của Việt Nam quy mô nhỏ, tỷ lệ nội địa hóa của Việt Nam thấp hơn so với các nước trong khu vực (khoảng 7-10%). Điều này cho thấy các doanh nghiệp sản xuất, lắp ráp trong nước chưa được hưởng lợi từ việc điều chỉnh cách tính thuế TTĐB. Hiện các doanh nghiệp sản

xuất trong nước mới chỉ được giảm 4% giá thành sản xuất, lắp ráp trong nước. Sức cạnh tranh về giá thành sản xuất chưa đạt hiệu quả.

#### 4.2. Khuyến nghị giải pháp

Trong bài viết này, đã bỏ qua yếu tố tâm lý người tiêu dùng khi tạm hoãn nhu cầu mua xe và tâm lý chờ đợi giá xe sẽ giảm khi thuế nhập khẩu về 0% có thể làm ảnh hưởng đến nguồn cầu xe ô tô trên thị trường và làm ảnh hưởng đến doanh số bán xe của thị trường ô tô Việt Nam; số liệu doanh số bán xe được lấy từ các thành viên của Hiệp hội các nhà sản xuất xe ô tô tại Việt Nam (VAMA) chưa phản ánh doanh số của các nhà sản xuất, kinh doanh xe nằm ngoài hiệp hội này. Tuy nhiên, dựa trên các vấn đề đã phân tích và thảo luận chúng tôi đề xuất một số hàm ý và khuyến nghị sau đây:

- Xác định mục tiêu phát triển ngành và dòng xe chiến lược: Lựa chọn dòng xe chiến lược là cần thiết trong bối cảnh hạn chế về nguồn lực của Việt Nam. Do vậy, tác giả kiến nghị Chính phủ quyết định ngay một dòng xe chiến lược để tập trung phát triển. Việc này nên được thực hiện ngay và càng sớm càng tốt để sớm có thời gian triển khai thực hiện. Theo xu hướng giảm lượng khí thải toàn cầu của Công ước khung của Liên hợp quốc về biến đổi khí hậu năm 1992. Tác giả đề xuất dòng xe tiết kiệm nhiên liệu, hoặc xe sử dụng điện làm dòng xe chiến lược cho Việt Nam. Đặt mục tiêu trở thành thị trường sản xuất và cung cấp xe ô tô điện, linh kiện cho xe ô tô điện hàng đầu ASEAN, tiếp theo là châu Á.
- Duy trì chính sách thuế nhập khẩu ở mức tối ưu: Đối với xe ô tô nguyên chiếc, áp dụng mức thuế suất thuế nhập khẩu ở mức cao tối đa cho phép theo cam kết với từng khu vực và giữ ổn định đến năm cuối cùng theo các lộ trình cắt giảm. Đặc biệt đánh thuế cao đối với dòng xe chiến lược, các loại ô tô trong nước đã tự sản xuất được hoặc cần khuyến khích đầu tư.
- Áp dụng chính sách thuế TTĐB nhằm nâng cao tỷ lệ nội địa hóa. Kiến nghị Chính phủ cần có những chính sách quy định cụ thể về mức thuế TTĐB được cắt giảm đối với từng mức nội địa hóa khác nhau. Khi đó, những dòng xe có tỷ lệ nội địa hóa cao sẽ được hưởng lợi. Những dòng xe có tỷ lệ nội địa hóa dưới 20% thì không được hưởng ưu đãi về thuế. Đồng thời điều chỉnh giảm thuế đối với những dòng xe được xác định là chiến lược.
- Đẩy mạnh phát triển ngành công nghiệp hỗ trợ. Xác định mục tiêu phát triển ngành công nghiệp hỗ trợ phù hợp với quy mô và tốc độ tăng trưởng của ngành, định hướng tham gia vào chuỗi giá trị toàn cầu. Chính phủ cần phát triển các chính sách ưu đãi



thu hút vốn đầu tư ổn định đặc biệt là các doanh nghiệp FDI, đây chính là chìa khóa giúp giải quyết hai vấn đề lớn của ngành công nghiệp hỗ trợ và ngành công nghiệp ô tô đó là vấn đề về vốn và công nghệ. Đối với những doanh nghiệp này, kiến nghị Chính phủ cho phép thành lập doanh nghiệp 100% vốn đầu tư nước ngoài, chính sách ưu đãi về đầu tư, ưu đãi về thuế quan nhằm thu hút nhiều hãng xe hơi lớn trên thế giới đến để đầu tư vốn và công nghệ để sản xuất ô tô.

### **Tài liệu tham khảo**

- Aini Suzana Ariffina and Mohd Lutfi Iskandar Sahid, 2017. Competitiveness Analysis of ASEAN Automotive Industry: A Comparison between Malaysia and Thailand. Perdana School UTM Vol. 3, No. 2.
- Asean securites, 2020. Báo cáo phân tích ngành ô tô Việt Nam. <<https://www.aseansc.com.vn/>>
- Alexander Hanilton, 1791. Report on manufactures. Secretary of the Treasury.
- Bình Minh, 2015, Quy định tỷ lệ nội địa hóa: Con dao 2 lưỡi <https://infonet.vietnamnet.vn/chuyen-de/quy-dinh-ty-le-noi-dia-hoa-con-dao-2-luoi-87892.html>.
- Duc-Hiep Tran, Dang-Thanh Ngo, 2014. Performance of the Vietnamese Automobile Industry: A Measurement using DEA. Asian Journal of Business and Management (ISSN: 2321 - 2802) Vol. 02 – Issue 03, June 2014.
- Đỗ Quảng Giám và Vũ Thị Hải, 2015, Tác động của thay đổi chính sách thuế, phí đến lượng tiêu thụ ô tô lắp ráp ở Việt Nam. Tạp chí Phát triển Kinh tế, 26(12), Tr.88-106.
- Feenstra, 1989. Symmetric pass-through of tariffs and exchange rates under imperfect competition: An empirical test. Journal of International Economic. 27, 25-45, North – Holland.
- Friedrich List, 1846. The National System of Political Economy. Chapter 15. Translated by Sampson S. Lloyd, 1885.
- Fukase và Martin, 2001. A quantitative Evaluation of Vietnam's Accession to the ASEAN free trade area. Journal of Economic Intergration 16(4), Page 545-567.
- Geoffrey & Philip, 2011. Advanced Microeconomic theory. Third Edition.
- International Organization of Motor Vehicle Manufacturers, 2015-2019. Sale statistics. <<http://www.oica.net/category/sales-statistics/>>.
- Kaoru Natsuda and John Thoburn, 2012. Industrial policy and the development of the automotive industry in Thailand. Journal of the Asia Pacific Economy, Vol.18,No.3, 413-437.
- Kaoru Natsuda and John Thoburn, 2017. Industrial policy and the development of the automotive industry in the Philippines, Canadian Journal of Development Studies / Revue canadienne d'études du développement. Vol. 39, No. 3.

- Levinsohn, J. (1988). Empirics of taxes on differentiated products: The case of tariffs in the U.S. automobile industry, In Trade Policy Issues and Empirical Analysis, Robert E. Baldwin, Editor, University of Chicago.
- Markusen, J.R., Melvin, J.R., Kaempfer, W.H., Meskus, K. E., (1995). International Trade: Theory and Evidence, McGraw-Hill, Inc., New York, pp. 249-337.
- MOF, 2015. Lộ trình cắt giảm thuế quan trong các FTA. <<http://trungtamwto.vn/chuyen-de/7832-lo-trinh-cat-giam-thue-quan-trong-cac-fta>>.
- Nguyễn Ngọc Sơn, (2005). Một số vấn đề phát triển hạ tầng giao thông Hà Nội, Diễn đàn phát triển Việt Nam và Đại học Kinh tế quốc dân, tr.76, 77.
- Nguyễn Thị Bích Liên và Nguyễn Thị Thuý Quỳnh, 2019. Phát triển công nghiệp hỗ trợ ngành ô tô: Thực trạng và giải pháp. Tạp chí tài chính 2019. <https://tapchitaichinh.vn/tai-chinh-kinh-doanh/phan-trien-cong-nghiep-ho-tro-nganh-o-to-thuc-trang-va-giai-phap-309348.html>.
- Patrick S. Mc Carthy, 1996. Market Price and Income Elasticities of New Vehicle Demands, The Review of Economics and Statistics, Vol. 78, No. 3, pp.543-547.
- Tuan Phan and Van Anh Nguyen Thi, 2008. Impacts of the Protection Policy for Vietnam's Automobile Industry. MPRA Paper No. 54067 <<https://mpra.ub.uni-muenchen.de/54067/>>.
- T.H-L.Lam, 2017, Lược sử xe hơi Made in Vietnam. <https://tuoitre.vn/luoc-su-xe-hoi-made-in-vietnam-20170905115642572.htm>.
- Vietinbank securities, 2019. Báo cáo Ngành ô tô. Trung tâm Nghiên cứu – Phân tích.

50.

## TÁC ĐỘNG CỦA ĐIỀU KIỆN TÀI CHÍNH VÀ PHÁT TRIỂN TÀI CHÍNH ĐẾN QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP

Huỳnh Kim Hồng\*

Lê Thị Phương Vy\*

### Tóm tắt

Bài nghiên cứu này sử dụng mô hình hồi quy GMM để kiểm tra ảnh hưởng của điều kiện tài chính (thông qua chỉ số FCI) và phát triển tài chính (thông qua chỉ số FDI) lên quyết định đầu tư và vấn đề sử dụng vốn của các doanh nghiệp ở Việt Nam. Lấy mẫu các doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên hai sàn HOSE và HNX trong giai đoạn 2007-2016. Kết quả bài nghiên cứu cho thấy điều kiện tài chính và phát triển tài chính ảnh hưởng đến quyết định đầu tư thông qua các kênh khác nhau. Kết luận quan trọng nhất là điều kiện tài chính ảnh hưởng đến quyết định đầu tư và cơ hội tăng trưởng, trong khi phát triển tài chính chủ yếu ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp. Điều kiện tài chính và phát triển tài chính có những tác động khác nhau giữa các công ty quy mô nhỏ và lớn. Kết quả bài nghiên cứu chỉ ra rằng điều kiện tài chính tác động đến quyết định đầu tư và cơ hội tăng trưởng của các doanh nghiệp lớn. Trong khi phát triển tài chính ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận vốn bên ngoài đối với các doanh nghiệp nhỏ nhiều hơn.

**Từ khoá:** Quyết định đầu tư, chỉ số điều kiện tài chính, chỉ số phát triển tài chính, hạn chế tài chính.

### 1. Giới thiệu

Bài nghiên cứu xuất phát từ tình hình thực tế về đà tăng trưởng mạnh mẽ của các nền kinh tế mới nổi ở châu Á trong những năm gần đây. Với sự phát triển như hiện nay, châu Á vẫn là khu vực có nhiều tiềm năng và nắm giữ những điều kiện vô cùng thuận lợi. Theo dự báo từ các chuyên gia, nền kinh tế khu vực châu Á tiếp tục củng cố vai trò là động lực chính của tăng trưởng kinh tế trong tương lai và là cầu nối của nền kinh tế toàn cầu. Giống

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [phuongvyqt@ueh.edu.vn](mailto:phuongvyqt@ueh.edu.vn)

như một quy luật, thuận lợi lúc nào cũng đi kèm với những khó khăn và thách thức. Trước sự biến động khôn lường, triển vọng tăng trưởng của nền kinh tế châu Á được cho rằng đang phải đối mặt với tương lai bất định. Những cải cách nhằm thúc đẩy hiệu quả trong lĩnh vực đầu tư góp phần tích cực trong việc duy trì đà tăng trưởng của cả khu vực. Tuy nhiên, khu vực cũng đang phải đối mặt với rủi ro về sự tháo chạy vốn, già hoá dân số khi kinh tế chưa kịp phát triển, những rủi ro tỷ giá và nguy cơ tụt công tiền tệ. Lịch sử từ những cuộc khủng hoảng kinh tế tài chính trong khu vực đã cho thấy sự nhạy cảm và mong manh của nền kinh tế các quốc gia châu Á. Trong đó Việt Nam là quốc gia điển hình đứng trước các cơ hội và thách thức nêu trên. Để nền kinh tế ổn định và có những bước phát triển bền vững trong tương lai, đòi hỏi phải có các dự báo đúng đắn về hướng đi của nền kinh tế trong tương lai. Trong khi ngân hàng trung ương của các quốc gia trên thế giới đã và đang sử dụng một công cụ đo lường tổng hợp các yếu tố tác động đến triển vọng của thị trường, ở Việt Nam phần lớn các chỉ số kinh tế được đo lường và đánh giá một cách rời rạc, như chỉ số tăng trưởng kinh tế GDP, tăng trưởng tín dụng, biến động tỷ giá hối đoái, lãi suất, thâm hụt ngân sách. Điều này có thể làm các dự báo không chính xác, việc hoạch định và điều hành chính sách tiền tệ của chính phủ kém hiệu quả do định hướng thiếu chính xác cũng như những sai lệch trong việc ra quyết định hành vi tiêu dùng và đầu tư của dân chúng. Chính vì vậy việc đo lường và phản ánh chính xác các điều kiện tài chính hiện tại để tăng khả năng dự báo xu hướng nền kinh tế trong tương lai là hết sức cần thiết. Từ đó vạch ra các hướng đi hữu ích cho các nhà hoạch định chính sách, nhà đầu tư, doanh nghiệp và công chúng trong kỳ vọng về xu hướng của nền kinh tế.

Ngày 5/1/2018 chỉ số FCI lần đầu được công bố tại Việt Nam bởi Nhóm nghiên cứu độc lập Trường Đại học Kinh tế TP HCM (UEH). Đây là chỉ số tổng hợp, tóm tắt tất cả thông tin về điều kiện tài chính có liên quan đến triển vọng của nền kinh tế. Việc sử dụng một tập hợp lớn các thông tin sẽ giúp phản ánh chính xác điều kiện tài chính hiện tại cũng như tăng khả năng dự báo hoạt động kinh tế trong tương lai (Nguyễn Khắc Quốc Bảo, 2018). Theo nhận định của một số nhà kinh tế, FCI có khả năng dự đoán biến động của thị trường chứng khoán trong vài quý tiếp theo, vì nó giúp phản ánh xu thế của chính sách tiền tệ (CSTT) thông qua việc phản ánh điều kiện tài chính là đang siết chặt hay nới lỏng, để đưa ra dự báo về xu thế của dòng tiền tác động đến giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán. Nó cũng có thể giúp so sánh được các điều kiện tài chính hiện tại là “chặt” hay “lỏng” hơn so với các năm trước. Nếu được thiết kế bổ sung và hoàn thiện hơn, nó còn có một ý nghĩa nhất định trong việc đo lường xu thế CSTT trong trung và dài hạn.

Để xem xét mối quan hệ nhân quả của điều kiện tài chính và phát triển tài chính đối với tăng trưởng kinh tế và triển vọng đầu tư, các nghiên cứu gần đây đã được tiến hành

để chứng minh mối quan hệ này trong thực tế như nghiên cứu của Love (2003), và Gochoco-Bautista và cộng sự (2014). Trong khi đó, việc nghiên cứu vấn đề này cho các quốc gia đang phát triển như Việt Nam còn khá hạn chế. Do đó, mục tiêu bài nghiên cứu là kiểm tra tác động của điều kiện tài chính và phát triển tài chính lên quyết định đầu tư của các doanh nghiệp ở Việt Nam.

## **2. Các kết quả nghiên cứu thực nghiệm trước đây**

### **2.1 Tác động của phát triển tài chính lên quyết định đầu tư của doanh nghiệp**

Nền tảng lý thuyết cho mối liên hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng bắt đầu từ Schumpeter (1982), trong đó cho rằng các ngân hàng đóng một vai trò quan trọng trong tăng trưởng kinh tế thông qua các hoạt động trung gian tài chính. Theo đó khi hệ thống ngân hàng lưu chuyển vốn tốt và tài trợ linh hoạt tạo điều kiện cho các doanh nghiệp đầu tư và tạo ra của cải cho nền kinh tế. Sự phát triển của các loại hình tài chính và hệ thống ngân hàng tự động cũng đáp ứng cho các yêu cầu này.

Tổng quan của những nghiên cứu thực nghiệm này đều chứng minh phát triển tài chính tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế. King và Levine (1993a) cho thấy tầm quan trọng của các ngân hàng thương mại, tỷ lệ tín dụng phân bổ cho các công ty tư nhân, và tỷ lệ tín dụng cho các doanh nghiệp tư nhân có mối liên hệ mạnh mẽ với tăng trưởng, tỷ lệ tích lũy vốn và cải tiến trong hiệu quả phân bổ vốn. Nghiên cứu này cho rằng các dịch vụ tài chính giúp kích thích tăng trưởng kinh tế bằng cách tăng tỷ lệ tích tụ vốn và nâng cao hiệu quả sử dụng vốn của nền kinh tế. Tuy nhiên, nghiên cứu không liên kết các chính sách cụ thể của khu vực tài chính với sự tăng trưởng dài hạn. King và Levine (1993b) cho ra kết luận về những ảnh hưởng của phát triển tài chính đến hoạt động của doanh nghiệp để cải thiện hiệu quả hoạt động theo 4 cách: Đầu tiên, hệ thống tài chính đánh giá mức độ tiềm năng của các doanh nghiệp và lựa chọn những dự án có triển vọng nhất. Thứ hai, hệ thống tài chính huy động nguồn lực để tài trợ cho triển vọng dự án. Thứ ba, hệ thống tài chính cho phép các nhà đầu tư đa dạng hóa rủi ro liên quan với các hoạt động đầu tư không chắc chắn. Thứ tư, hệ thống tài chính cho thấy những phần thưởng tiềm năng để tham gia vào đổi mới, liên quan đến việc tiếp tục cho ra các sản phẩm hiện có với các kỹ thuật hiện có.

Levine (1997) đưa ra một cuộc thảo luận toàn diện về mối quan hệ giữa cơ cấu tài chính - sự kết hợp của các công cụ tài chính, thị trường và các thể chế và cung cấp các dịch vụ tài chính. Trong đó sự phát triển của hệ thống tài chính thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bằng cách tạo điều kiện tích lũy vốn và đổi mới công nghệ. Bằng chứng là ở các quốc gia có hệ thống ngân hàng phát triển thường có hệ thống tài chính phát triển tốt hơn. Các

kết quả nghiên cứu xuyên quốc gia cũng cho thấy sự khác biệt trong phát triển tài chính ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế giữa các quốc gia. King và Levine (1993a, 1993b) sau đó đánh giá ảnh hưởng của chỉ số phát triển tài chính trong giai đoạn 1960-1989. Kết quả nghiên cứu đưa ra các gợi ý rằng mức độ ban đầu về phát triển tài chính là yếu tố tiên đoán tốt các tỷ lệ tăng trưởng kinh tế tiếp theo, thực chất là về tích lũy vốn và cải thiện hiệu quả kinh tế trong 30 năm tiếp theo thậm chí sau khi kiểm soát thu nhập, giáo dục, ổn định chính trị, và các biện pháp về tiền tệ, thương mại và chính sách tài khóa.

Rajan (1998) cung cấp bằng chứng cho thấy các ngành công nghiệp dựa nhiều vào tài chính nước ngoài phát triển nhanh hơn ở các nước có thị trường tài chính phát triển hơn. Do đó, một hệ thống tài chính phát triển hơn thúc đẩy cải thiện năng suất bằng cách lựa chọn các doanh nghiệp và dự án có chất lượng cao hơn thông qua việc huy động có hiệu quả hơn nguồn tài chính bên ngoài cho các doanh nghiệp này bằng cách cung cấp phương tiện cấp cao để đa dạng hoá rủi ro của các hoạt động sáng tạo và tiết lộ chính xác hơn lợi nhuận tiềm năng lớn liên quan đến kinh doanh không đổi của sự đổi mới. Bằng những cách này, các hệ thống tài chính tốt hơn kích thích tăng trưởng kinh tế bằng cách đẩy nhanh tốc độ tăng năng suất.

Love (2003) nhận thấy rằng phát triển tài chính làm giảm sự phụ thuộc của đầu tư kinh doanh vào các quỹ nội bộ, qua đó thúc đẩy sự tích tụ và tăng trưởng vốn. Bài viết cũng cung cấp các bằng chứng cho thấy ảnh hưởng của phát triển tài chính đối với tăng trưởng kinh tế thông qua việc giảm bớt hạn chế tài chính. Các doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn bên ngoài thường có chi phí sử dụng vốn cao và hoãn các cơ hội đầu tư cho giai đoạn tiếp theo nếu nguồn vốn nội bộ không đủ để đáp ứng. Ở các nền kinh tế đang phát triển, các doanh nghiệp nhỏ sẽ gặp nhiều khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn bên ngoài hơn là các doanh nghiệp lớn. Một số nghiên cứu về sau cũng tiến hành khảo sát tác động của cạnh tranh trong ngân hàng đối với các hạn chế về tài chính của doanh nghiệp. Love và Peria (2012) cho thấy sự nhạy cảm của các doanh nghiệp đối với các cú sốc khủng hoảng năm 2007-2008, như sự sụp đổ trong nhu cầu thương mại toàn cầu, tổn thương trước những cú sốc cung cấp tín dụng, sự nhạy cảm đối với TTCK. Sự biến động theo thời gian trong các hệ số liên quan đến đánh giá rủi ro tín dụng sự lan rộng phản ánh thời điểm các cú sốc cung cấp tín dụng.

Một loạt các nghiên cứu của Cihak, Demirgit-Kunt và cộng sự (2013) thảo luận về vai trò của hệ thống tài chính trong phát triển kinh tế. Sau đó, tiến hành kiểm tra việc đo lường các tính năng chính của hệ thống tài chính, đó là độ sâu tài chính, tiếp cận tài chính, hiệu quả và sự ổn định của hệ thống tài chính. Từ đó xây dựng các biện pháp cải tiến về hoạt động của hệ thống tài chính trong 205 nền kinh tế từ năm 1960 đến năm 2010.

Lorenzo Ductor và Daryna Grechyna (2015) sử dụng dữ liệu bảng cho 101 nước phát triển và đang phát triển trong giai đoạn 1970-2010, cho thấy tác động của phát triển tài chính đối với tăng trưởng kinh tế phụ thuộc vào sự tăng trưởng của tín dụng tư nhân so với tăng trưởng sản lượng thực. Các phát hiện cũng cho thấy tác động của phát triển tài chính đối với tăng trưởng trở nên tiêu cực, nếu tín dụng tư nhân tăng nhanh không kèm theo tăng trưởng sản lượng thực.

## **2.2 Tác động của điều kiện tài chính lên quyết định đầu tư của doanh nghiệp**

Trước đây cũng đã có khá nhiều các nghiên cứu về chỉ số điều kiện tài chính ở các nền kinh tế phát triển như Mỹ và châu Âu. Tuy nhiên việc công bố và sử dụng chỉ số này trên toàn cầu còn khá hạn chế. Do đó các nghiên cứu tiếp tục ra đời nhằm kiểm tra khả năng dự báo và hoàn thiện hơn về mức độ chính xác của FCI.

Nghiên cứu ban đầu về điều kiện tài chính tập trung vào độ dốc của đường cong năng suất. Các nghiên cứu xuất bản vào cuối những năm 1980 và đầu những năm 90 đã cho thấy đường cong năng suất là yếu tố dự báo đáng tin cậy của hoạt động kinh tế (Stock và Watson, 1989). Sự chênh lệch giữa lãi suất liên bang và lãi suất tín phiếu kho bạc nhà nước cũng là một thành phần quan trọng của chỉ báo kể từ năm 1996. Rủi ro tín dụng, được đo bằng lãi suất tín phiếu kho bạc, cũng được sử dụng như một chỉ báo hàng đầu về sản lượng của nền kinh tế từ cuối những năm 1980 (Stock và Watson, 1989).

Một số phương pháp xây dựng FCI đã được phát triển theo thời gian và có xu hướng chia thành 2 cách tiếp cận chính: tiếp cận trọng số và tiếp cận nhân tố đặc trưng. Trong cách tiếp cận trọng số, trọng số của mỗi biến tài chính thường được phân bổ dựa trên ước tính về các tác động tương đối của mỗi biến lên sự thay đổi GDP thực. Cách tiếp cận phân tích nhân tố chính là tìm ra một yếu tố chung từ một nhóm các biến số tài chính. Nghiên cứu của Watson và các cộng sự (2010) đã kiểm tra tại sao các chỉ số điều kiện tài chính có thể là một công cụ hữu ích cho cả các nhà dự báo và các nhà hoạch định chính sách. Từ đó đưa ra phương pháp xây dựng FCI và cung cấp nó như một công cụ mới hữu ích cho các nghiên cứu kinh tế sau này. Chỉ số điều kiện tài chính (FCI) tóm tắt các thông tin về tình hình tương lai của nền kinh tế thông qua các biến số tài chính hiện tại. Lý tưởng nhất là FCI có thể đo lường các cú sốc về tài chính - những thay đổi của các điều kiện tài chính ảnh hưởng như thế nào từ đó dự đoán hoạt động kinh tế trong tương lai. Nghiên cứu của Watson (2010) cũng đã đưa ra những bằng chứng về khả năng dự báo tăng trưởng kinh tế của FCI qua các năm. FCI đã cho thấy mức độ suy yếu của kinh tế và việc giảm mạnh đầu tư vào cuối năm 2008, ngay cả khi lãi suất giảm đến mức 0% và chính quyền đã đưa ra cam kết về thực thi chính sách lâu dài hoặc thông báo kế hoạch mua sắm lớn các chứng khoán với một số mức độ rủi ro tín dụng. Khi so

sánh với FCI trong giai đoạn thắt chặt (2004-2006) hay mở rộng chính sách (2007-2009) cũng cho ra những dấu hiệu tương tự.

Ngày 5/1/2018 chỉ số FCI lần đầu được công bố tại Việt Nam bởi Nhóm nghiên cứu độc lập Trường Đại học Kinh tế TP HCM (UEH) dựa theo phương pháp phân tích nhân tố chung với các biến số tài chính được lựa chọn trong mô hình là lãi suất qua đêm trên thị trường liên ngân hàng đại diện cho nhóm yếu tố lãi suất, chỉ số tỷ giá hối đoái thực đa phương (REER) đại diện cho nhóm yếu tố tỷ giá hối đoái, chỉ số VN Index để đại diện cho nhóm yếu tố thị trường và mức độ tăng trưởng tín dụng để đại diện cho nhóm yếu tố để phản ánh tác động của CSTT lên lĩnh vực tín dụng, ngân hàng. Các biến số này giống với nghiên cứu của Onsorio (2011). FCI có thể đưa ra các dự báo mạnh cho triển vọng của nền kinh tế trong tương lai gần. Chỉ số FCI được sử dụng ở nghiên cứu này được đo lường theo phương pháp thứ hai. Đây là phương pháp được sử dụng thông thường để tạo ra các chỉ số thông qua việc trích xuất những nhân tố chung, những thay đổi chung của một nhóm gồm p biến thành một tập hợp ít các biến số hơn (Nguyễn Khắc Quốc Bảo và các cộng sự, 2017). Phương pháp đo lường FCI sẽ được trình bày rõ hơn trong phần đo lường biến.

Theo nhận định của một số nhà kinh tế, FCI có khả năng dự đoán biến động của TTCK trong vài quý tiếp theo vì nó giúp phản ánh xu thế của CSTT thông qua việc phản ánh điều kiện tài chính là đang siết chặt hay nới lỏng, để đưa ra dự báo về xu thế của dòng tiền tác động đến giá cổ phiếu trên TTCK. Nó cũng có thể giúp so sánh được các điều kiện tài chính hiện tại là “chặt” hay “lỏng” hơn so với các năm trước. Nếu được thiết kế bổ sung và hoàn thiện hơn, nó còn có ý nghĩa nhất định trong việc đo lường xu thế CSTT trong trung và dài hạn.

### **3. Phương pháp nghiên cứu**

#### **3.1 Dữ liệu nghiên cứu**

Mục tiêu của bài nghiên cứu là kiểm tra sự tồn tại mối liên hệ giữa phát triển tài chính, điều kiện tài chính đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Dựa trên bài nghiên cứu của Gochoco và cộng sự (2014) phần lớn các biến số và dữ liệu cần thiết được lấy từ báo cáo tài chính của các doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên hai sàn HOSE và HNX. Mẫu nghiên cứu được thu thập trong giai đoạn từ 2007 – 2016.

Ngoài ra bài nghiên cứu còn sử dụng 2 chỉ số kinh tế vĩ mô quan trọng là FCI và FDI để đo lường tình trạng tài chính của nền kinh tế. Chỉ số FCI được đo lường theo quý bởi nhóm nghiên cứu độc lập Trường Đại học Kinh tế TP HCM thông qua phương pháp phân



tích nhân tố đặc trưng, phù hợp với nghiên cứu của Waston (2010). Phương pháp đo lường FCI sẽ được trình bày chi tiết ở phần đo lường các biến. FCI được công bố lần đầu tiên vào ngày 5/1/2018 và cũng đã được kiểm định tính tương thích trong các giai đoạn thực tiễn. Tác giả cũng đã chuyển đổi FCI quý thành năm một cách phù hợp với yêu cầu của bài nghiên cứu. FDI là một chỉ số chưa được đo lường chính thức ở Việt Nam. Do đó để có được bộ dữ liệu của FDI cho Việt Nam, tác giả đã tự tính toán theo phương pháp mà các bài nghiên cứu trước đây đưa ra. Theo đó, FDI được đo lường bằng tỷ số tín dụng của ngân hàng cho khu vực tư nhân chia cho GDP thực tính theo lạm phát năm 2010. Công thức tính FDI sẽ được trình bày chi tiết ở phần sau.

### 3.2 Mô hình nghiên cứu

Bài nghiên cứu sử dụng mô hình nghiên cứu tương tự Gochoco-Bautista và cộng sự (2014):

$$\begin{aligned} (I/K)_{i,t} = & \text{constant} + \rho(I/K)_{i,t-1} + \alpha_0 Q_{i,t} + \alpha_1 Q_{i,t-1} \\ & + \alpha_2 (S/K)_{i,t} + \beta_0 (CF/K)_{i,t} + \beta_1 (CF/K)_{i,t-1} \\ & + \lambda_0 FCI_{i,t} + \lambda_1 FCI_{i,t} (CF/K)_{i,t} + \delta_0 FDI_{i,t} \\ & + \delta_1 FDI_{i,t} (CF/K)_{i,t} + \phi Z_{i,t} + v_{i,t} \end{aligned}$$

Trong đó  $i$  đại diện cho doanh nghiệp,  $t$  đại diện cho thời gian. Phương trình đầu tư này dùng để kiểm tra mối quan hệ giữa điều kiện tài chính (thông qua chỉ số FCI) và phát triển tài chính (thông qua chỉ số FDI) ảnh hưởng như thế nào đến quyết định đầu tư của các doanh nghiệp tại Việt Nam.

### 3.3 Đo lường biến

Các biến số trong mô hình được phân loại như sau:

**Biến phụ thuộc:** Dựa trên nghiên cứu của Gochoco-Bautista và cộng sự (2014), bài nghiên cứu sử dụng tỷ số đầu tư ròng năm sau chia cho tài sản cố định cuối kỳ của năm trước làm biến số đại diện cho mức độ đầu tư của doanh nghiệp trong năm sau.

$$(I/K)_{i,t} = \frac{\text{đầu tư ròng của doanh nghiệp } i \text{ trong kỳ } t}{\text{tài sản cố định của doanh nghiệp } i \text{ cuối kỳ } t-1}$$

Đầu tư ròng của doanh nghiệp được tính bằng sự thay đổi của tài sản cố định trong năm sau so với năm trước.

**Biến độc lập:** được chia thành 4 nhóm biến sau

**Nhóm 1:** Biến đo lường tác động của các chính sách kinh tế vĩ mô đến hành vi đầu tư của doanh nghiệp và triển vọng của nền kinh tế trong tương lai là FCI và FDI. Chỉ số

phát triển tài chính là chỉ số dùng để đo lường độ sâu tài chính, khả năng tiếp cận tài chính, hiệu quả và sự ổn định của hệ thống tài chính. Để đo lường chỉ số FDI, nghiên cứu sử dụng phương pháp tương tự với các nghiên cứu của Hatzius và cộng sự (2010).

$$FDI = \frac{\text{mức tín dụng ngân hàng thương mại trong nước cho khu vực tư nhân}}{GDP}$$

Tuy nhiên, FDI này sẽ không đánh giá gì về các thành phần của ngành tài chính ngoài ngân hàng, về chất lượng dịch vụ tài chính, hiệu quả của ngành tài chính và sự ổn định của nó. Từ cơ sở lý thuyết của bài nghiên cứu, phát triển tài chính sẽ có những tác động tích cực đến đầu tư và tăng trưởng của doanh nghiệp. Vì vậy chúng tôi kỳ vọng dấu của FDI trong mô hình là dấu dương,  $\delta_0 > 0$ .

FCI là một chỉ số tổng hợp các thông tin từ nhiều biến số tài chính như lãi suất qua đêm trên thị trường liên ngân hàng, chỉ số tỷ giá hối đoái thực đa phương (REER), chỉ số VN Index và mức độ tăng trưởng tín dụng nhằm đưa ra các dự báo cho triển vọng của nền kinh tế trong tương lai gần. Đây là một phương pháp được sử dụng thông thường để tạo ra các chỉ số thông qua việc trích xuất những nhân tố chung, những thay đổi chung của một nhóm gồm p biến thành một tập hợp ít các biến số hơn. Mô hình phân tích nhân tố có dạng:

$$X_t - \mu = \beta F_t + U_t$$

Trong đó:  $\mu$  là một vecto gồm trung bình các biến,  $\beta$  là một ma trận có p x m hệ số,  $F_t$  là một vecto gồm m x 1 biến không thể quan sát được (gọi là những nhân tố chung),  $U_t$  là một vecto p x 1 các sai số được giả định là không trực giao với các nhân tố chung. Việc lựa chọn các biến số cho mô hình căn cứ trên kết quả phản ánh sự tương quan với nhân tố chung.

Theo như nguyên tắc đo lường, FCI dương phản ánh các chính sách tài chính đang gia tăng sự kìm hãm lên các điều kiện tài chính bởi vì lãi suất và các chỉ số rủi ro cao hơn mức trung bình của dữ liệu lịch sử. Ngược lại một giá trị FCI âm cho thấy điều kiện tài chính đang ở trạng thái “nới lỏng” so với mức trung bình. FCI sẽ loại bỏ ảnh hưởng chu kỳ của các biến số kinh tế vĩ mô về khía cạnh thực để sau khi được “làm sạch” chỉ số này sẽ chỉ phản ánh những biến động ngắn hạn trong môi trường tài chính. (Lê Đạt Chí và cộng sự, 2015).

**Nhóm 2:** Biến đại diện cho các yếu tố ảnh hưởng đến hành vi đầu tư của doanh nghiệp dưới dạng các tỷ số như:

$$Q = \frac{\text{giá trị thị trường của cổ phiếu} + \text{giá trị sổ sách của nợ}}{\text{giá trị sổ sách của tổng tài sản}}$$

$$CF/K = \frac{\text{dòng tiền trong kỳ } t}{\text{tài sản cố định vào cuối kỳ } t-1}$$

$$S/K = \frac{\text{doanh thu trong kỳ } t}{\text{tài sản cố định cuối kỳ } t-1}$$

**Nhóm 3:** Biến kiểm soát là biến tuổi của doanh nghiệp (Z). Bài nghiên cứu này, chúng tôi tính Z từ khi doanh nghiệp được thành lập cho đến giai đoạn nghiên cứu.

Tất cả các biến doanh nghiệp trên được thu thập từ báo cáo tài chính và bản tóm tắt thông tin cơ bản của 250 doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên 2 sàn HOSE và HNX trong giai đoạn 10 năm từ 2007-2016.

### 3.4 Mô tả biến

**Bảng 1: Các biến chính của mô hình nghiên cứu**

Biến	Mô tả biến	Nguồn
FCI (Financial Conditions Indexes)	Đây là chỉ số tổng hợp, tóm tắt tất cả các thông tin về điều kiện tài chính có liên quan đến triển vọng của nền kinh tế. FCI được đo lường bằng phương pháp phân tích nhân tố đặc trưng thông qua 4 biến số tài chính: lãi suất qua đêm trên thị trường liên ngân hàng, chỉ số tỷ giá hối đoái thực đa phương (REER), chỉ số VN Index và mức độ tăng trưởng tín dụng. Chỉ số được tính toán bởi nhóm Nghiên cứu độc lập Trường Đại học Kinh tế TP HCM.	UEH
FDI (Financial Development Indicators)	Đây là chỉ số đo lường mức độ phát triển tài chính của nền kinh tế thông qua tỷ số mức tín dụng của ngân hàng cho khu vực tư nhân so với GDP. Phương pháp đo lường này tương tự với các nghiên cứu của và Hatzius và cộng sự (2010). $FDI = \frac{\text{mức tín dụng ngân hàng thương mại trong nước cho khu vực tư nhân}}{GDP}$	Tính toán của tác giả.
Tobin's Q	$Q = \frac{\text{thị giá vốn cổ phần} + \text{giá trị sổ sách của nợ}}{\text{giá trị sổ sách của tổng tài sản}}$	Tính toán của tác giả
I/K	$I/K = \frac{\text{đầu tư ròng của doanh nghiệp trong kỳ } t}{\text{tài sản cố định của doanh nghiệp cuối kỳ } t-1}$	Tính toán của tác giả
S/K	$S/K = \frac{\text{doanh thu trong kỳ } t}{\text{tài sản cố định cuối kỳ } t-1}$	Tính toán của tác giả
CF/K	$CF/K = \frac{\text{dòng tiền trong kỳ } t}{\text{tài sản cố định vào cuối kỳ } t-1}$	Tính toán của tác giả
Z	Biến tuổi của doanh nghiệp được tính số năm từ khi doanh nghiệp được bắt đầu hoạt động đến thời điểm nghiên cứu.	Tính toán của tác giả

Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

## 4 Kết Quả Nghiên Cứu

### 4.1. Mô tả dữ liệu

Trong phần này sẽ trình bày thống kê mô tả biến và kết quả tương quan giữa các biến số. Với mẫu dữ liệu được thu thập và trích lọc hợp lý từ 2 sàn HOSE và HNX tại Việt Nam trong giai đoạn 2007 – 2016, bài nghiên cứu thực hiện kiểm định với mẫu dữ liệu từ 250 doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết.

**Bảng 2: Thống kê mô tả biến – Mẫu đầy đủ**

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
<b>FCI</b>	2491	0,0372	0,8273	-0,9550	1,6920
<b>FDI</b>	2490	1,0821	0,6133	-0,4070	1,8252
<b>CF/K</b>	2237	-0,2413	11,2231	-464,56	46,7153
<b>I/K</b>	2237	0,1502	0,8830	0,0000	21,2608
<b>Q</b>	2491	1,1686	0,7876	0,1900	20,9182
<b>S/K</b>	2237	12,3164	55,8926	0,0000	1553,8270
<b>Z</b>	2491	16,6620	8,3668	0,0000	60,0000

*Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu từ phần mềm Stata*

*Trong đó: I/K là biến độc lập, đại diện cho đầu tư của doanh nghiệp; Q đại diện cho cơ hội đầu tư của doanh nghiệp; CF/K đại diện cho dòng tiền của doanh nghiệp; S/K đại diện cho doanh thu của doanh nghiệp; FCI là biến số vĩ mô đại diện cho điều kiện tài chính; FDI là biến số vĩ mô đại diện cho phát triển tài chính; Z là độ tuổi của doanh nghiệp, được xác định từ lúc thành lập cho đến giai đoạn nghiên cứu.*

Đối với mẫu dữ liệu đầy đủ, số quan sát biến dao động từ hơn 2.200 đến dưới 2.500 quan sát. Dưới đây là bảng thống kê chi tiết số liệu FCI quý 4 ở Việt Nam giai đoạn 2007-2016. Lưu ý một điều rằng FCI của bài nghiên cứu được chuyển đổi từ FCI quý sang năm từ dữ liệu thu thập được bằng 2 cách: sử dụng FCI quý 4 làm FCI năm và tính FCI trung bình 4 quý làm FCI năm. Tuy nhiên từ kết quả hồi quy tôi nhận thấy 2 chỉ số FCI trên cho ra kết quả khá tương đồng. Do đó, bài nghiên cứu sẽ sử dụng 1 chỉ số FCI để làm chỉ số đại diện đó là FCI tính theo quý 4.

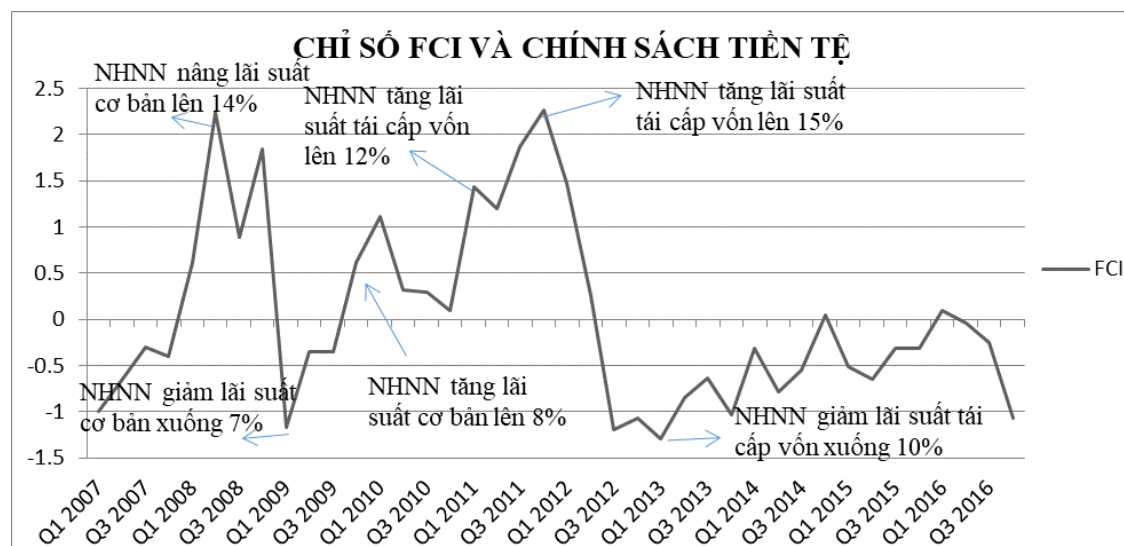
Quan sát số liệu từ Bảng 3 chúng ta có thể nhận thấy rằng nếu như CSTT có xu hướng thắt chặt trong giai đoạn đối phó với cuộc khủng hoảng toàn cầu thì trong giai đoạn những năm gần đây chính sách đang nới lỏng dần, nhằm kích thích đầu tư và tăng trưởng kinh tế. Dưới đây là đồ thị về chỉ số FCI qua từng thời kì kinh tế cùng với các chính sách tiền tệ trong thực tiễn để ta có thể hình dung rõ hơn mối liên hệ giữa FCI với việc dự báo các chính sách.

**Bảng 3: Tóm tắt số liệu thống kê chỉ số FCI quý 4 ở Việt Nam giai đoạn 2007-2016**

Thời gian	FCI
Q4 2007	-0,407
Q4 2008	1,839
Q4 2009	0,611
Q4 2010	0,095
Q4 2011	2,268
Q4 2012	-1,075
Q4 2013	-1,034
Q4 2014	0,047
Q4 2015	-0,313
Q4 2016	-1,073

Nguồn: Nhóm nghiên cứu độc lập UEH

**Hình 1: Chỉ số FCI và các bước đi chính sách tương ứng trong thực tiễn (giai đoạn 2007-2016)**



Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

So sánh chỉ số FCI với từng giai đoạn chính sách vĩ mô ta nhận thấy có sự tương đồng. Khi các nhà hoạch định chính sách thực hiện các biện pháp “thắt chặt” tiền tệ thì FCI tăng lên và đạt giá trị dương. Ví dụ khi NHNN nâng lãi suất cơ bản lên 14% trong Q2 2008 thì FCI = 2,235, khi NHNN nâng lãi suất tái cấp vốn lên 15% trong Q4 2011 thì

$FCI = 2,268$ . Trong khi CSTT có dấu hiệu “nới lỏng” thì FCI giảm dần và mang giá trị âm. Ví dụ khi NHNN giảm lãi suất cơ bản xuống 7% trong Q1 2009 thì  $FCI = -1,165$ .

Đối với chỉ số FDI cho thấy sự phát triển tài chính ở Việt Nam còn khá hạn chế. Tuy nhiên số liệu từ bảng 3 cho thấy phát triển tài chính được cải thiện nhanh dần qua các năm từ 0,586 (năm 2007) lên 1,825 (năm 2016). Bên cạnh đó hệ số Tobin’s Q đạt giá trị trung bình 1,1686 cho thấy đa số các doanh nghiệp Việt Nam trong mẫu quan sát có giá trị thị trường cao hơn giá trị sổ sách. Đây cũng là một lợi thế trong cơ hội đầu tư của các doanh nghiệp. Dưới đây là bảng tóm tắt số liệu FDI ở Việt Nam theo tính toán của tác giả dựa theo nghiên cứu của Gochoco-Bautista và cộng sự (2014).

**Bảng 4: Tóm tắt số liệu FDI ở Việt Nam qua các năm, giai đoạn 2007-2016**

Năm	FDI
2007	0,586
2008	0,696
2009	0,922
2010	1,147
2011	1,234
2012	1,276
2013	1,364
2014	1,465
2015	1,632
2016	1,825

*Nguồn: Tính toán của tác giả.*

#### 4.2. Tương quan giữa các biến

Dưới đây là bảng trình bày thống kê tương quan giữa các biến trong mô hình nghiên cứu.

Nhìn chung hệ số tương quan dao động từ -0,6894 đến 0,2309 và không có hiện tượng đa cộng tuyến. Hiện tượng đa cộng tuyến được định nghĩa là khi hệ số tương quan vượt quá 0.8 (Guarari, 2003). Nên có thể kết luận rằng mô hình không bị ảnh hưởng bởi hiện tượng đa cộng tuyến. Ở cấp độ doanh nghiệp, các biến như FDI, CF/K, S/K và Z có mối tương quan cùng chiều với I/K và FCI có mối tương quan ngược chiều. Điều này phù hợp với những dự đoán về sự ảnh hưởng của các yếu tố vi mô lên đầu tư của doanh nghiệp. Tuy nhiên, biến Tobin’s Q lại thể hiện một mối tương quan âm (-0.028) với I/K, cho thấy biến số đại diện cho cơ hội đầu tư không có tác động cùng chiều với quyết định đầu tư và tăng trưởng của doanh nghiệp. Điều này giống với kết quả nghiên cứu của Gochoco-Bautista

và cộng sự năm 2014. Xem xét mối tương quan giữa FCI và CF/K đại diện cho tác động của điều kiện tài chính lên hạn chế tài chính. Bằng chứng cho thấy khi nới lỏng các điều kiện tài chính làm giảm các hạn chế tài chính của doanh nghiệp. (Do FCI âm phản ánh các điều kiện tài chính đang ở mức độ nới lỏng). Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Gochoco-Bautista và cộng sự (2014). Giống với nghiên cứu của Love (2003), Stein (2004) và Rauh (2006) hệ số tương quan của FDI và CF/K cho thấy phát triển tài chính thật sự làm giảm đi các hạn chế tài chính của doanh nghiệp.

**Bảng 5: Hệ số tương quan giữa các biến**

	FCI	FDI	CF/K	I/K	Q	S/K	Z
FCI	1,0000						
FDI	- 0,0273	1,0000					
CF/K	0,0224	- 0,0403	1,0000				
I/K	- 0,0181	0,0538	0,0202	1,0000			
Q	- 0,1949	- 0,2395	0,0199	- 0,0281	1,0000		
S/K	- 0,0369	0,0435	- 0,6894	0,0582	- 0,0185	1,0000	
Z	- 0,1047	0,2309	0,0099	0,0589	- 0,0871	0,0053	1,0000

*Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu từ phần mềm Stata*

*Trong đó: I/K là biến độc lập, đại diện cho đầu tư của doanh nghiệp; Q đại diện cho cơ hội đầu tư của doanh nghiệp; CF/K đại diện cho dòng tiền của doanh nghiệp; S/K đại diện cho doanh thu của doanh nghiệp; FCI là biến số vĩ mô đại diện cho điều kiện tài chính; FDI là biến số vĩ mô đại diện cho phát triển tài chính; Z là độ tuổi của doanh nghiệp, được xác định từ lúc thành lập cho đến giai đoạn nghiên cứu.*

### 4.3. Kết quả mô hình

#### 4.3.1. Ảnh hưởng của điều kiện tài chính và phát triển tài chính

Ở phần này bài nghiên cứu xem xét kết quả trên mẫu dữ liệu đầy đủ của các doanh nghiệp. Sau khi thực hiện các kiểm định quan trọng trong mô hình GMM. Bài nghiên cứu đưa ra một số nhận xét cho kết quả của mô hình. Đầu tiên bài nghiên cứu tìm ra được bằng chứng cho rằng mức đầu tư của năm trước có ảnh hưởng cùng chiều đến mức đầu tư của năm sau và mức độ tác động là đáng kể. Nghĩa là đầu tư của năm trước là cơ sở cho các quyết định đầu tư của năm sau, một mức đầu tư cao của năm trước làm tăng đầu tư của năm sau. Kiểm định giả thiết  $H_0: I/K_{t-1}$  không thực sự tác động đến I/K.  $H_1: I/K_{t-1}$  thật sự có tác động đến I/K. Với mức ý nghĩa 1% và giá trị p\_value = 0 có thể kết luận rằng đầu tư năm trước thật sự có tác động đến đầu tư năm sau.

**Bảng 6: Kết quả hồi quy GMM (Toàn bộ mẫu)**

	Hệ số	Sai số chuẩn	Z	$p> z $	Khoảng tin cậy 95%	
$I/K_{t-1}$	0,6747	0,0012	552,5800	0,0000	0,6723	0,6771
Q	0,0658	0,0114	5,7800	0,0000	0,0435	0,0810
$Q_{t-1}$	-0,0664	0,0067	-9,9400	0,0000	-0,0795	-0,0533
S/K	0,0080	0,0002	48,2500	0,0000	0,0077	0,0083
CF/K	0,0322	0,0005	59,1200	0,0000	0,0311	0,0333
$CF/K_{t-1}$	-0,0112	0,0006	-18,3000	0,0000	-0,0123	-0,0010
FCI	0,0187	0,0030	6,1900	0,0000	0,0127	0,0246
FCI(CF/K)	0,1548	0,0010	149,2100	0,0000	0,1528	0,1568
FDI	-0,0055	0,0033	-1,6300	0,1030	-0,0119	0,0109
FDI(CF/K)	0,0269	0,0010	25,8500	0,0000	0,0248	0,0289
Z	0,0079	0,0009	8,3900	0,0000	0,0060	0,0097
_cons	-0,1525	0,0159	-9,6100	0,0000	-0,1836	-0,1214

Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu từ phần mềm Stata

Trong đó:  $I/K$  là biến độc lập, đại diện cho đầu tư của doanh nghiệp;  $Q$  đại diện cho cơ hội đầu tư của doanh nghiệp;  $CF/K$  đại diện cho dòng tiền của doanh nghiệp;  $S/K$  đại diện cho doanh thu của doanh nghiệp;  $FCI$  là biến số vĩ mô đại diện cho điều kiện tài chính;  $FDI$  là biến số vĩ mô đại diện cho phát triển tài chính;  $Z$  là độ tuổi của doanh nghiệp, được xác định từ lúc thành lập cho đến giai đoạn nghiên cứu.

Hệ số  $FCI$  trong mẫu đầy đủ mang giá trị dương và do nguyên tắc đo lường của  $FCI$  thì một giá trị  $FCI$  dương cho thấy các điều kiện tài chính đang thắt chặt hơn bình thường. Nên kết quả hồi quy  $FCI$  trong toàn bộ mẫu các doanh nghiệp không cho kết quả phù hợp với kỳ vọng của bài nghiên cứu. Bởi vì các điều kiện tài chính không cho thấy những ảnh hưởng tích cực đến đầu tư và tăng trưởng của doanh nghiệp. Sự tương tác giữa  $FCI$  và  $CF/K$  là đáng kể và cho thấy các điều kiện tài chính tốt hơn ở cấp quốc gia làm giảm các rào cản tài chính bên ngoài đến đầu tư ở cấp độ doanh nghiệp.

Hệ số của  $FDI$  không có ý nghĩa thống kê trong mô hình với  $p$ -value = 0,103, thì phát triển tài chính không thật sự có tác động đến đầu tư của các doanh nghiệp. Bài nghiên cứu cũng không tìm thấy ý nghĩa giữa  $FDI$  và  $CF/K$ . Do đó phát triển tài chính không thật sự làm giảm các hạn chế tài chính của các doanh nghiệp. Kết quả này không như bài nghiên cứu mong đợi và khác với các nghiên cứu trước đó. Vì vậy chúng tôi sẽ kiểm tra lại trong phần phân tích tác động theo quy mô doanh nghiệp để xem xét liệu rằng phát triển tài chính có thật sự làm giảm các hạn chế tài chính của doanh nghiệp hay không.



#### 4.3.2. Ảnh hưởng của điều kiện tài chính và phát triển tài chính xét theo quy mô doanh nghiệp

Quy mô của doanh nghiệp cũng ảnh hưởng đến quyết định đầu tư. Các doanh nghiệp có quy mô lớn hơn thường lại có tốc độ mở rộng chậm hơn. Tuy nhiên các doanh nghiệp có quy mô lớn thuận lợi hơn trong việc tiếp cận nguồn vốn đầu tư. Một loạt các nghiên cứu của (Almeida và cộng sự, 2004; Faulkender và Wang, 2006) cho rằng các công ty nhỏ thường phải đối mặt với thông tin bất cân xứng và chi phí đại diện lớn hơn, làm gia tăng những khó khăn trong quyết định của các doanh nghiệp này.

Dưới đây bài nghiên cứu đưa ra kết quả hồi quy mô hình được chia thành 2 nhóm: nhóm các doanh nghiệp lớn và nhóm các doanh nghiệp vừa và nhỏ để so sánh sự khác biệt của những ảnh hưởng của các điều kiện tài chính và phát triển tài chính theo quy mô doanh nghiệp. Cách phân chia các doanh nghiệp này dựa trên kết quả thống kê và phân tích trung vị của mẫu. Một điểm đặc biệt trong bài nghiên cứu là tách biệt tác động của điều kiện tài chính và phát triển tài chính lên quyết định đầu tư của doanh nghiệp.

**Bảng 7: Kết quả hồi quy GMM (Mẫu các doanh nghiệp lớn)**

	Hệ số	Sai số chuẩn	Z	p> z	Khoảng tin cậy 95%	
<b>I/K<sub>t-1</sub></b>	0,7540	0,0017	443,8500	0,0000	0,7507	0,7573
<b>Q</b>	0,1592	0,0306	5,2000	0,0000	0,0992	0,2191
<b>Q<sub>t-1</sub></b>	-0,1143	0,0167	-6,8600	0,0000	-0,1470	-0,0816
<b>S/K</b>	0,0080	0,0003	25,3200	0,0000	0,0074	0,0086
<b>CF/K</b>	-1,4901	0,0483	-30,8700	0,0000	-1,5847	-1,3955
<b>CF/K<sub>t-1</sub></b>	-0,1351	0,0021	-65,5000	0,0000	-0,1391	-0,1311
<b>FCI</b>	-0,0111	0,0046	-2,4100	0,0160	-0,0201	-0,0021
<b>FCI(CF/K)</b>	0,3166	0,0019	166,2200	0,0000	0,3129	0,3203
<b>FDI</b>	-0,5486	0,0418	-13,1300	0,0000	-0,6305	-0,4667
<b>FDI(CF/K)</b>	1,2261	0,0372	33,0100	0,0000	1,1533	1,2989
<b>Z</b>	0,0142	0,0024	6,0300	0,0000	0,0096	0,0188
<b>_cons</b>	0,3933	0,0398	9,8800	0,0000	0,3153	0,4714

Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu từ phần mềm Stata

Trong đó: I/K là biến độc lập, đại diện cho đầu tư của doanh nghiệp; Q đại diện cho cơ hội đầu tư của doanh nghiệp; CF/K đại diện cho dòng tiền của doanh nghiệp; S/K đại diện cho doanh thu của doanh nghiệp; FCI là biến số vĩ mô đại diện cho điều kiện tài chính; FDI là biến số vĩ mô đại diện cho phát triển tài chính; Z là độ tuổi của doanh nghiệp, được xác định từ lúc thành lập cho đến giai đoạn nghiên cứu.

**Bảng 8: Kết quả hồi quy GMM (Mẫu các doanh nghiệp vừa và nhỏ)**

	s	Sai số chuẩn	Z	p> z	Khoảng tin cậy 95%	
$I/K_{t-1}$	1,0222	0,0276	37,0700	0,0000	0,9682	1,0763
Q	-0,2272	0,0455	-5,0000	0,0000	-0,3164	-0,1381
$Q_{t-1}$	-0,0198	0,0168	-1,1800	0,2390	-0,0527	0,0132
S/K	0,0002	0,0001	1,8300	0,0670	-0,0001	-0,0005
CF/K	0,0597	0,0316	1,8900	0,0590	-0,0023	0,1217
$CF/K_{t-1}$	0,0111	0,0057	1,9600	0,0500	0,0001	0,0222
FCI	-0,0094	0,0049	-1,9100	0,0560	-0,0191	0,0002
FCI(CF/K)	0,0141	0,0047	3,0000	0,0030	0,0049	0,0232
FDI	-0,0131	0,0096	-1,3700	0,1700	-0,0319	0,0056
FDI(CF/K)	-0,0330	0,0193	-1,7200	0,0860	-0,0708	0,0047
Z	-0,0008	0,0015	-0,5300	0,5940	-0,0038	0,0022
_cons	0,2447	0,0328	7,4500	0,0000	0,1804	0,3091

*Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu từ phần mềm Stata*

*Trong đó: I/K là biến độc lập, đại diện cho đầu tư của doanh nghiệp; Q đại diện cho cơ hội đầu tư của doanh nghiệp; CF/K đại diện cho dòng tiền của doanh nghiệp; S/K đại diện cho doanh thu của doanh nghiệp; FCI là biến số vĩ mô đại diện cho điều kiện tài chính; FDI là biến số vĩ mô đại diện cho phát triển tài chính; Z là độ tuổi của doanh nghiệp, được xác định từ lúc thành lập cho đến giai đoạn nghiên cứu.*

Sau khi thực hiện các kiểm định quan trọng trong mô hình GMM. Bài nghiên cứu đưa ra một số nhận xét cho kết quả của mô hình. Đầu tiên nghiên cứu đưa ra bằng chứng về ảnh hưởng của đầu tư năm trước lên quyết định đầu tư năm sau đều có ảnh hưởng đáng kể đến các doanh nghiệp dù ở quy mô nào. Với mức ý nghĩa 1%, ta chấp nhận giả thiết rằng  $I/K_{t-1}$  thật sự có tác động đến I/K trên cả 2 mẫu nghiên cứu này. Kết quả hồi quy của hệ số Tobin's Q cho ra kết quả khá bất ngờ giữa mẫu các doanh nghiệp nhỏ và lớn khi cho kết quả các hệ số có dấu hoàn toàn ngược nhau. Hệ số Tobin's Q chỉ có ảnh hưởng cùng chiều đến đầu tư của các doanh nghiệp lớn (0,1592) nhưng lại tác động ngược chiều đối với mẫu các doanh nghiệp nhỏ (-0,2272). Bài nghiên cứu không tìm ra được tác động mạnh mẽ của hệ số doanh thu đến đầu tư của các doanh nghiệp. Tuy nhiên, hệ số doanh thu của các doanh nghiệp lớn (0,0080) lớn hơn các doanh nghiệp nhỏ (0,0002) cho thấy hệ số doanh thu nắm bắt được các cơ hội đầu tư của doanh nghiệp lớn nhiều hơn. Dòng tiền ảnh hưởng đến đầu tư của các doanh nghiệp nhỏ nhiều hơn. Kết luận này cũng khá phù hợp với các lý thuyết về hạn chế tài chính của doanh nghiệp. Một mức cải thiện trong dòng tiền tạo điều kiện cho các doanh nghiệp nhỏ gia tăng đầu tư.

Tác động của FCI và FDI đối với đầu tư của doanh nghiệp là mối quan tâm hàng đầu của nghiên cứu này. Chỉ số FCI của các doanh nghiệp lớn và nhỏ tương ứng là -0,0111

và -0,0094. Bài nghiên cứu khi phân chia mẫu doanh nghiệp theo quy mô cho ra kết quả hồi quy khác với mẫu đầy đủ. Nếu như trong toàn bộ mẫu, sự cải thiện trong điều kiện tài chính không có tác động tích cực đến đầu tư của doanh nghiệp thì đối với mẫu các doanh nghiệp vừa và nhỏ đều tìm thấy được mối quan hệ tích cực này. Cụ thể, điều kiện tài chính tác động tích cực đến quyết định đầu tư như kết quả nghiên cứu của Gochoco-Bautista và cộng sự (2014). Điều này cho thấy một sự cải thiện điều kiện tài chính sẽ có lợi cho các doanh nghiệp lớn trong việc giảm độ nhạy cảm của đầu tư đối với dòng tiền. Theo Gochoco-Bautista và cộng sự (2014) với những hạn chế về tài chính ít hơn, các doanh nghiệp sẽ có lợi thế tốt hơn so với các doanh nghiệp nhỏ để tận dụng tối đa sự cải thiện trong điều kiện tài chính. Sự tác động của FCI lên hạn chế tài chính là có ý nghĩa cho bài nghiên cứu bất kể mẫu dữ liệu doanh nghiệp lớn hay nhỏ.

Hệ số FDI của các doanh nghiệp lớn (-0,5486) và các doanh nghiệp vừa và nhỏ (-0,0131) cho thấy phát triển tài chính có tác động ngược chiều với đầu tư của doanh nghiệp. Tuy nhiên với mức ý nghĩa 5% thì FDI không có ý nghĩa thống kê trong mô hình của các doanh nghiệp. Tương tự, sự tương tác giữa CF / K và FDI không thật sự có ý nghĩa trong mẫu. Tuy nhiên với mức ý nghĩa 10%, tác giả tìm thấy sự tương tác giữa FDI và CF/K ở mẫu doanh nghiệp nhỏ.

## 5. Kết luận

Lấy mẫu các doanh nghiệp phi tài chính được niêm yết trên hai sàn HOSE và HNX trong giai đoạn 2007-2016. Kết quả bài nghiên cứu cho thấy điều kiện tài chính và phát triển tài chính ảnh hưởng đến quyết định đầu tư thông qua các kênh khác nhau. Kết luận quan trọng nhất là điều kiện tài chính ảnh hưởng đến quyết định đầu tư và cơ hội tăng trưởng, trong khi phát triển tài chính chủ yếu ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp. Điều kiện tài chính và phát triển tài chính có những tác động khác nhau giữa các công ty quy mô nhỏ và lớn. Kết quả bài nghiên cứu chỉ ra rằng điều kiện tài chính tác động đến quyết định đầu tư và cơ hội tăng trưởng của các doanh nghiệp lớn. Trong khi phát triển tài chính ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận vốn bên ngoài đối với các doanh nghiệp nhỏ nhiều hơn

## Tài liệu tham khảo

- Debuque-Gonzales, Margarita, & Gochoco-Bautista, Maria Socorro. (2013). FCI for Asian economies. *ADB Economics Working Paper Series No. 333 (February)*. Asian Development Bank.
- Hatzius, Jan, Hooper, Peter, Mishkin, Frederic, Schoenholtz, Kermit L., & Watson, Mark. (2010). Financial conditions indexes: A fresh look after the financial crisis. *National Bureau of Economics Research Working Paper 16150*.

- James H. Stock, Mark W. Watson. (1989). Interpreting the evidence on money-income causality. *Journal of Econometrics*, vol.40, p.161-181.
- King, Robert G., & Levine, Ross (1993a). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, vol.108, p.717-737.
- King, Robert G., & Levine, Ross (1993b). Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence. *Journal of Monetary Economics*, vol.32, p.513-542.
- Lê Đạt Chí và Trần Hoài Nam, 2015. Xây dựng chỉ số điều kiện tài chính cho Việt Nam. *Tạp chí Phát Triển & Hội Nhập*, số 21(31), trang 18-22.
- Levine, Ross (1997). Financial development and economic growth: Views & agenda. *Journal of Economic Growth*, vol.XXXV, p.688-726.
- Lorenzo Ductor, Daryna Grechyna. (2015). Financial development, real sector, and economic growth. *International Review of Economics & Finance*, vol.37, p.393-405.
- Love, Inessa, & Peria, Mari'a Soledad Marti'nez. (2012). How bank competition affects firms' access to finance. *World Bank manuscript*.
- Love, Inessa (2003). Financial development and financing constraints: International evidence from the structural investment model. *Review of Financial Studies*, vol.16, p.765-791.
- Gochoco-Bautista, Maria Socorro and Noli R. Sotocinal. (2014). Corporate Investments in Asian Markets: Financial Conditions, Financial Development and Financial Constraints. *World Development*, vol.57, p.63-78.
- Martin Cihak, Asli Demirguc-Kunt, Maria Soledad Martinez Peria, Amin Mohseni-Cheraghloo. (2013). Bank regulation and supervision in the context of the global crisis. *Journal of Financial Stability*, vol.9, p.733-746.
- Nguyễn Khắc Quốc Bảo và cộng sự, 2017. Chỉ số Điều kiện tài chính FCI – Đo lường và ứng dụng tại Việt Nam. *Báo cáo đối thoại chính sách 2017*.
- Rajan, Raghuram G., & Zingales, Luigi (1998). Financial dependence and growth. *American Economic Review*, vol.88, p.559-586.
- Schumpeter, J. A. (1982). The theory of economic development: An inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle (1912/1934). *Transaction Publishers.*-1982.-January, 1.

51.

## CHÍNH SÁCH THUẾ ĐỐI VỚI LOẠI HÌNH KINH DOANH TRỰC TUYẾN

Lê Văn\*

Trần Anh Tùng\*\*

Nguyễn Khánh Minh\*\*\*

### Tóm tắt

Bài viết này đưa ra đề xuất về một chính sách thuế đối với phương thức kinh doanh trực tuyến dựa vào các nền tảng mạng xã hội. Dựa vào cơ sở lý thuyết, thực tiễn tại Việt Nam và một số thông lệ quốc tế, bài viết đưa ra khung phân tích nhằm đánh giá tính hiệu quả, công bằng và khả thi của chính sách đối với các khoản thu nhập cá nhân và thu nhập doanh nghiệp từ hoạt động thương mại điện tử trực tuyến trên nền tảng mạng xã hội.

**Từ khóa:** Chính sách thuế, kinh doanh trực tuyến, thương mại điện tử.

### 1. Giới thiệu

Theo một nghiên cứu về phát triển thương mại điện tử Việt Nam (Nguyen, 2021), cụm ngành này phát triển với tốc độ tăng trưởng ước tính trên 30% cho giai đoạn 2020-2025, và là 1 trong 6 quốc gia dẫn đầu khu vực Đông Nam Á bên cạnh Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan. Thật vậy, nhìn vào bức tranh chung, Việt Nam có nền kinh tế điện tử đạt giá trị gần 14 tỷ đô la Mỹ trong năm 2020, mang sức bật tăng trưởng mỗi năm 16%, đang được kỳ vọng sẽ chạm mốc 52 triệu tỷ đô la Mỹ trong năm 2025, và vì vậy hoàn toàn là mảnh đất màu mỡ cho thương mại điện tử với mô hình kinh doanh qua mạng 2 không (không mặt bằng, không kho bãi) phát triển. Đứng trước sức phát triển nóng như vậy, câu hỏi đặt ra là chính phủ hiện đang quản lý nó như thế nào, ở cả góc độ tiếp thêm nhiên liệu phát triển và góc độ kiềm chế sự phát triển, để tránh tình trạng sự phát triển đó vượt quá tầm kiểm soát, dẫn đến nhiều hệ lụy khó sửa chữa khắc phục.

<sup>1</sup> Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [levan@ueh.edu.vn](mailto:levan@ueh.edu.vn)

<sup>2</sup> Trường Đại học Quản lý và Công nghệ TP. HCM

<sup>3</sup> AIA Việt Nam

Ở thời điểm hiện tại, chính phủ đang tập trung lớn vào chuyển đổi số, vì vậy sự tăng trưởng của nền kinh tế điện tử (digital economy). Ví dụ cụ thể nhất là Quyết định 749 của Thủ tướng Chính phủ ngày 03/06/2020 phê duyệt “Chương trình chuyển đổi số quốc gia đến năm 2025, định hướng đến năm 2030”, với mục tiêu đảm bảo năm 2025 có hơn 80% hộ gia đình trên toàn lãnh thổ được tiếp cận với hạ tầng mạng băng rộng cáp quang, nền kinh tế kỹ thuật số hình thành phải đạt được mốc 10% tỷ trọng kinh tế cho mọi lĩnh vực, dẫn đến tăng năng suất lao động hàng năm lên trên 7%. Và cả ngoại tác khách quan không kiểm soát được cũng hỗ trợ cho sự tăng trưởng này: đại dịch Covid-19 thay đổi triệt để thói quen mua sắm của hơn 1/3 người tiêu dùng tại khu vực Đông Nam Á.

Một trong những nhân quả của nền kinh tế điện tử phát triển, là sự xuất hiện của hình thức kinh doanh mới: kinh doanh livestream hay kinh doanh với nền tảng phát trực tiếp. Đây là giải pháp lưu trữ video cho phép người dùng tải lên và phát nội dung video tới khán giả của họ, được doanh nghiệp hoặc cá nhân sử dụng để chia sẻ video với mục đích tạo khách hàng tiềm năng, xây dựng nhận thức về thương hiệu, quảng cáo sản phẩm hoặc bản quyền truy cập để xem video trực tuyến. Hệ quả đầu tiên của kinh doanh livestream, là các cá nhân tham gia vào nền kinh tế này, ở thời điểm hiện tại, vẫn không hề có trách nhiệm nghĩa vụ thuế đối với nhà nước theo quy định, gây thất thu một khoản khổng lồ cho ngân sách và tạo bất bình đẳng xã hội. Cụ thể, trong báo cáo kỳ họp Hội đồng Nhân dân Thành phố Hồ Chí Minh ngày 06/12/2007, Cục Thuế Thành phố Hồ Chí Minh đã lập biên bản xác định số liệu hơn 3.700 tổ chức cá nhân có hoạt động kinh doanh qua mạng nhưng không đăng ký kinh doanh, trong đó có gần 14.000 tài khoản Facebook đã trực tiếp tham gia quá trình kinh doanh này. Gần đây nhất, vào tháng 7 năm 2020 một kho hàng rộng 10.000m<sup>2</sup> đã được phát hiện tại Lào Cai với toàn bộ hàng nhập lậu không hóa đơn chứng từ, đã có doanh thu hơn 649 tỷ đồng, khi chỉ mới kinh doanh chưa đầy 20 tháng bằng hình thức livestream trên mạng xã hội.

Hậu quả liên đới của sự bùng phát kinh doanh livestream, đi kèm với việc lỏng lẻo trong cơ chế quản lý và thu thuế, là sự tràn lan của các loại hàng giả, hàng nhái, hàng kém chất lượng gây nên ngoại tác tiêu cực cho sự tồn tại của các loại hàng chất lượng tốt, hàng chính hãng. Thậm chí, hậu quả sẽ diễn tiến theo chiều hướng tồi tệ hơn khi các doanh nghiệp nước ngoài đang kinh doanh hàng thật phát hiện và tố cáo, dẫn đến sự ảnh hưởng không nhỏ đối với niềm tin thị trường và thể diện của chính quốc gia. Dẫn chứng thêm từ báo cáo số 301 của USTR (Văn phòng Bộ Thương mại Hoa Kỳ), Việt Nam nằm trong danh sách các nước cần được theo dõi về đảm bảo quyền sở hữu trí tuệ trong giai đoạn 4 năm liên tiếp trong giai đoạn 2015-2019, vì các lý do như không có biện pháp hiệu quả trong việc chống hàng giả và sao chép lậu, bao gồm cả trên môi trường trực tuyến, và

không đủ bao quát và khả năng phản ứng trước những thách thức mới về vấn đề xâm phạm bản quyền đã, đang và sẽ xảy ra trong tương lai.

Sự gia tăng hình thức thương mại điện tử qua các nền tảng mạng xã hội là hệ quả tất yếu của tiến trình chuyển đổi số trước thêm cuộc cách mạng công nghiệp lần thứ tư, cũng như những tác động ngẫu nhiên của đại dịch Covid-19. Sự nhân rộng ứng dụng trực tuyến thông qua nền tảng mạng xã hội cũng được nhận dạng, là một trong những hệ quả của việc định hình lại hệ thống tài chính toàn cầu. Xu hướng mới của thời đại tạo ra nhiều cơ hội gia tăng việc làm và phát triển kinh tế khu vực tư nhân, đồng thời cũng làm nảy sinh cơ hội thu ngân sách nhà nước thông qua thu nhập từ kinh doanh trực tuyến, thông qua nền tảng mạng xã hội. Với những bối cảnh trên, bài viết này được thực hiện nhằm nhận diện xu hướng, đánh giá các cơ hội và rủi ro tiềm tàng từ những biến chuyển tất yếu của hệ thống tài chính Việt Nam. Qua đó, bài viết đề xuất chính sách thu thuế một cách phù hợp đối với khoản thu nhập từ kinh doanh trực tuyến thông qua mạng xã hội. Đây được kỳ vọng là một chính sách thích nghi trong bối cảnh mới cho nền kinh tế mới nổi và đang phát triển như Việt Nam.

Trong những nội dung tiếp theo, Phần 2 trình bày về cơ sở lý thuyết và khung phân tích, Phần 3 đưa ra kết luận và khuyến nghị cho các nhà tạo lập chính sách.

## **2. Cơ sở lý thuyết và khung phân tích**

Để đưa ra quyết định xem có nên thu một loại thuế mới liên quan đến kinh doanh livestream, chúng ta cần xem xét lại một cách có hệ thống từ gốc rễ của việc thu thuế đến mục đích cuối cùng của việc thu thuế, để tìm ra sự phù hợp với năng lực và bối cảnh hiện tại, trong môi trường trong nước và quốc tế, nhằm đáp ứng nhu cầu hiện tại và tương lai.

### **2.1. Tổng quan nguyên lý thu thuế**

Thuế được thu dựa trên 2 nguyên tắc: lợi ích và khả năng chi trả (Ozcan, 2020). Theo *nguyên tắc lợi ích*, thuế được dùng để trả gián tiếp cho các dịch vụ công cá nhân/đơn vị nộp thuế thụ hưởng, bao gồm nhưng không loại trừ, giáo dục, quốc phòng, tòa án, chăm sóc sức khỏe, và chính sách. Nguyên tắc này có khuynh hướng thiên về nghĩa vụ đạo đức nhiều hơn, vì khó có thể tính toán một cách chính xác lượng dịch vụ công mỗi đối tượng nộp thuế sử dụng và hưởng lợi. Theo *nguyên tắc khả năng chi trả*, thuế được nộp theo mức lũy tiến, có nghĩa đối tượng nộp thuế có thu nhập cao hơn phải nộp thuế nhiều hơn so với cá nhân/đơn vị có thu nhập thấp hơn. Nguyên tắc này ngụ ý ngầm rằng thu nhập cao hơn tương đương với việc sử dụng nhiều dịch vụ công hơn trong cùng một hoàn cảnh kinh tế. Và cũng có nghĩa khi hoàn cảnh kinh tế khác biệt, như trường hợp các quốc gia khác nhau, thuế sẽ được thu ở các mức khác nhau. (Đối với các *đối tượng nộp thuế quốc*

tế, thuế được chia ra theo nguyên tắc nơi cư trú (residency principle) và nguyên tắc nguồn gốc (source principle). Nguyên tắc nơi cư trú được dựa trên nguyên tắc khả năng chi trả, và áp dụng cho đối tượng cư trú (resident taxpayers) có thu nhập quốc tế. Nguyên tắc nguồn gốc được dựa trên nguyên tắc lợi ích, và áp dụng cho đối tượng không cư trú (non-resident taxpayers) có thu nhập ở nước sở tại).

Chính sách thuế được đánh giá dựa trên nguyên tắc đảm bảo sự cân bằng phù hợp giữa tính chính xác và khả năng thực thi của tài phán ở các mức độ phát triển khác nhau, và dựa trên nền tảng nguyên tắc kinh tế vững chắc và cơ sở khái niệm hợp lý. Nói cách khác, nó được thể hiện qua Ottawa Taxation Framework conditions (khung phân tích thuế Ottawa), áp dụng được cho thương mại điện tử: (i) *Nguyên tắc trung lập*: Thuế cần trung lập và không kỳ thị thương mại điện tử hay thương mại truyền thống, để mục tiêu cuối cùng của hoạt động thương mại là động lực kinh tế, không phải động lực thuế, (ii) *Nguyên tắc hiệu quả*: Chi phí tuân thủ của đối tượng nộp thuế và chi phí hành chính của chính phủ phải được giảm thấp nhất có thể, (iii) *Nguyên tắc vững chắc và mạch lạc*: Để đạt được cơ sở pháp lý vững chắc, luật thuế phải rõ ràng và đơn giản, (iv) *Nguyên tắc hiệu lực và công bằng*: Thuế cần phải được thu với lượng vừa đúng, ở thời gian vừa đúng, và những trường hợp như bị thu đê thuế (double taxation) hay bị thu thiếu thuế (no taxation) cần phải tránh, (v) *Nguyên tắc linh hoạt*: Hệ thống thuế cần phải được thiết kế để phù hợp ở cả thời điểm hiện tại và tương lai, đặc biệt bởi những thay đổi đến từ cải tiến công nghệ và thương mại.

Nền kinh tế điện tử chỉ mới phát triển trong thời gian gần đây, song hành với sự hình thành và phát triển như vũ bão của nền công nghiệp 4.0 và các tiến bộ công nghệ và thông tin. Nền kinh tế điện tử này dần trở thành nền kinh tế độc lập tách biệt khỏi nền kinh tế truyền thống, với phần lớn giao dịch thoát ra khỏi biên giới lãnh thổ quốc gia, không cần sự hiện diện vật lý (physical presence), và hiện phần lớn vẫn đang hưởng thụ lợi nhuận không thuế, hoàn toàn thoát khỏi khung thuế gạch vữa cũ kỹ truyền thống. Là một trong những hệ quả của nền kinh tế điện tử, kinh doanh livestream, cũng hoàn toàn thoát khỏi khuôn mẫu truyền thống. Vì vậy, hiểu biết về những nguyên lý cơ bản nhất của việc thu thuế là cần thiết để có thể linh hoạt tìm cách cư xử phù hợp với nó.

## 2.2. Bối cảnh thu thuế tại Việt Nam

Ngành thuế Việt Nam, tính cho nền kinh tế hiện tại, chịu một số cải cách về chính sách thuế. Hai cuộc cải cách lớn đầu tiên diễn ra vào năm 1990 và 1998 nhằm giúp xây dựng hệ thống thuế phù hợp với sự phát triển của thị trường ở thời điểm bấy giờ: sự chuyển đổi dần từ nền kinh tế xã hội chủ nghĩa sang nền kinh tế thị trường mang định hướng xã hội chủ nghĩa (Shukla, Phạm, Engelschalk, & Lê, 2011). Mục đích của việc xây dựng hệ



thông quy định pháp luật về thuế quy chuẩn này nhằm: (i) tạo khuôn khổ pháp lý vững chắc cho nền kinh tế và tài khóa quốc gia; (ii) giúp hệ thống thuế Việt Nam trở nên tương thích với thông lệ quốc tế, và vì vậy giúp nền kinh tế nội địa tương thích với nền kinh tế khu vực và thế giới (Đặng, 2014). Những cuộc cải cách chính sách thuế sau này giúp làm vững hơn sự hội nhập sâu rộng của Việt Nam với thế giới, điều chỉnh cơ cấu và quy mô thuế cho phù hợp, và tăng cường tính hiệu quả và quản lý - đặc biệt với sự áp dụng của công nghệ thông tin (Cao, 2020). Với chiến lược phát triển cho 10 năm tới, giai đoạn 2021-2030, ngành thuế có đặt ra một số mục tiêu, nhưng nhìn chung vẫn chủ yếu là hoàn thiện và phát triển từ những gì đang có, không mang tính đột phá để đảm bảo sự bao trùm lên nền kinh tế điện tử.

Sắc thuế phù hợp đối với việc kinh doanh trực tuyến thông qua các nền tảng xã hội chính là thu nhập cá nhân và thu nhập doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi xét về dữ liệu hiện tại với các cá nhân kinh doanh livestream là đơn lẻ, và khi xét về xu thế tương lai là xu hướng cá nhân hóa mọi thứ trong thời đại công nghệ số ở cả phương diện tiêu thụ lẫn cung cấp, việc đặt thuế kinh doanh livestream vào danh mục thuế thu nhập cá nhân sẽ hợp lý hơn. Lý do khác nữa để tập trung xem xét lại thuế thu nhập cá nhân là nếu các doanh nghiệp đã đăng ký kinh doanh tổ chức bán hàng thông qua các phương thức thương mại điện tử, các cơ quan quản lý có thẩm quyền đã tương đối đầy đủ cơ sở để thu thuế doanh nghiệp kinh doanh. Trong khi đó, ở điều kiện thực tế, phần lớn người làm kinh doanh nhỏ lẻ ở Việt Nam vẫn chọn hình thức đóng thuế thu nhập cá nhân (theo hình thức hộ kinh doanh cá thể), thay vì thuế thu nhập doanh nghiệp để giảm bớt lượng thuế phải nộp.

Theo quy định hiện hành của pháp luật về thuế thu nhập cá nhân (Điều 3 Luật Thuế thu nhập cá nhân 2007, sửa đổi 2012; Điều 3 Nghị định số 65/2013/NĐ-CP; và Điều 2 Thông tư số 111/2013/TT-BTC), các khoản thu nhập chịu thuế bao gồm thu nhập từ kinh doanh; tiền lương, tiền công; đầu tư vốn; chuyển nhượng vốn; chuyển nhượng bất động sản; trúng thưởng; bản quyền; nhượng quyền thương mại; nhận thừa kế; và nhận quà tặng. Trong 10 khoản thu nhập chịu thuế này, nội dung liên quan nhất đến cá nhân kinh doanh livestream chính là thu nhập từ kinh doanh.

Định nghĩa hiện tại của pháp luật về thu nhập kinh doanh là như sau:

*Thu nhập từ kinh doanh là thu nhập có được từ hoạt động sản xuất, kinh doanh trong các lĩnh vực sau:*

- a) *Thu nhập từ sản xuất, kinh doanh hàng hóa, dịch vụ thuộc tất cả lĩnh vực, ngành nghề kinh doanh theo quy định của pháp luật như: sản xuất, kinh doanh hàng hóa; xây dựng; vận tải; kinh doanh ăn uống; kinh doanh dịch vụ, kể cả dịch vụ cho thuê nhà, quyền sử dụng đất, mặt nước, tài sản khác.*

- b) *Thu nhập từ hoạt động hành nghề độc lập [...]*
- c) *Thu nhập từ hoạt động sản xuất, kinh doanh nông nghiệp, lâm nghiệp [...]*

Dựa trên căn cứ cơ sở pháp lý này, cơ quan thuế có cơ sở để thu thuế của cá nhân kinh doanh thông qua hình thức bán hàng livestream, và *cần phải thực hiện thu thuế để đảm bảo công bằng* cho tất cả đối tượng có thu nhập kinh doanh.

### **2.3. Cơ sở đảm bảo cho loại thuế mới**

#### *2.3.1. Kinh doanh trực tuyến trong bối cảnh thương mại điện tử*

Để xác định có thu được thuế kinh doanh livestream hay không, ta cần phải nhận dạng và mô tả được nó một cách rõ ràng, trong bối cảnh những nhân tố thuế khác có thể chi phối trùng lặp với nó. Vì vậy phần này sẽ đi vào việc nhìn tổng quan ngành thương mại điện tử và các cấu phần của nó, để biết kinh doanh livestream thuộc nhóm nào, nằm ở đâu, và đặc tính là gì.

Thương mại điện tử được OECD định nghĩa rộng rãi năm 2011 như sau: “[thương mại điện tử] là sự mua bán hàng hóa hay dịch vụ, được thực hiện trên hệ thống máy tính, bởi phương pháp được thiết kế đặc biệt cho mục đích mua nhận đơn hàng. Hàng hóa và dịch vụ được thực hiện theo phương thức [online] này, nhưng việc trả tiền và vận chuyển không nhất thiết phải thực hiện online. Một giao dịch thương mại điện tử có thể diễn ra giữa các doanh nghiệp, hộ gia đình, cá nhân, tổ chức chính phủ, hay các tổ chức công cộng và cá nhân khác” (OECD, 2014). Các mô hình của thương mại điện tử bao gồm mô hình kinh doanh B2B (business-to-business), B2C (business-to-consumer), và C2C (consumer-to-consumer).

Theo như sự liệt kê các mô hình này, kinh doanh livestream thuộc về một nhánh mới của mô hình C2C. Trong khi việc tính thuế và thu thuế cho các mô hình B2B và B2C đã được thực hiện và triển khai, mô hình C2C vẫn còn đang rất mới mẻ, sống động, linh hoạt và khó thu thuế, ở ngay cả các nước phát triển bởi khác với các loại thị trường khác, việc kinh doanh livestream có thể thực hiện trực tuyến và từ mọi nơi trên thế giới, nhất là khi được thêm hỗ trợ nhờ vào các công cụ thanh toán nội địa và quốc tế, cùng với phát triển rất mạnh mẽ của hệ thống giao nhận hàng hóa.

**Bảng 1. So sánh các mô hình kinh doanh của thương mại điện tử (TMĐT)**

	Mô hình B2B	Mô hình B2C	Mô hình C2C
<b>Đặc tính</b>	Ở thời điểm 2011, phần lớn hoạt động kinh doanh TMĐT vẫn thuộc nhóm này.	Là một trong những hình thức sớm nhất của TMĐT.	Trở nên ngày càng phổ biến.
<b>Định nghĩa</b>	Giao dịch online giữa các tổ chức kinh doanh. Có thể là giao dịch với nội dung mua bán hàng si truyền thống. Cũng có thể là hàng hóa dịch vụ mới của nền kinh tế số.	Giao dịch online giữa tổ chức kinh doanh với cá nhân không có chuyên môn trong ngành. Giúp rút ngắn khoảng cách từ nhà sản xuất tới người tiêu dùng bằng cách giảm vai trò của nhà bán sỉ, nhà phân phối, nhà bán lẻ, và các đơn vị trung gian.	Doanh nghiệp tham dự trong mô hình này chỉ đóng vai trò trung gian tạo sân chơi cho các cá nhân thực hiện giao dịch online. Doanh nghiệp trung gian này có thể thu thuế người dùng hoặc không.
<b>Ví dụ</b>	(Mua bán hàng si để phân phối lại.) Dịch vụ logistics như vận chuyển, kho xưởng, phân phối. Dịch vụ phần mềm hỗ trợ như triển khai, lưu trữ, quản lý phần mềm từ cơ sở trung tâm. Thuê ngoài các chức năng hỗ trợ TMĐT như quản lý web, bảo mật, chăm sóc khách hàng. Dịch vụ giải pháp đấu giá cho đấu giá trực tuyến trên Internet. Dịch vụ quản lý nội dung cho websites. Dịch vụ công cụ hỗ trợ TMĐT để mua hàng trực tuyến.	Bao gồm (i) pureplay – nhà cung cấp online không có cửa hàng hoặc sự hiện diện thực tế, (ii) click-and-mortar, tổ chức kinh doanh online cung cấp cạnh tranh bổ sung hàng hóa dịch vụ cho kinh doanh truyền thống, hoặc nhà sản xuất cho phép người dùng đặt mua hàng trực tiếp online.	Bao gồm nhiều hình thức. Bán đấu giá ở portal cho phép đấu giá online. Hệ thống peer-to-peer cho phép chia sẻ files giữa người dùng. Portal của chợ hàng hóa online cho phép tương tác tức thời và trực tiếp để giữa người mua và bán. Và các hình thức mới nổi lên khác.

*Nguồn: Báo cáo về những thách thức liên quan đến thuế của nền kinh tế số (OECD, 2014)*

### 2.3.2. Một số thông lệ quốc tế

Trong toàn cảnh nền kinh tế thế giới, Trung Quốc phát triển mạnh mẽ nhất về hoạt động kinh doanh livestream và là ví dụ điển hình về việc cưỡng chế thực thi có hiệu quả việc thu thuế với hoạt động thương mại điện tử và kinh doanh qua mạng xã hội. Bộ Luật Thương mại điện tử Trung Quốc, cùng với những dự thảo luật gần đây đã chính thức xem việc quản lý các mạng xã hội cũng sẽ tương tự như quản lý các công ty thương mại điện tử (Xue, 2020). Qua đó, các mạng xã hội có chức năng kinh doanh sẽ phải chịu trách

nhiệm quản lý chất lượng (bao gồm kiểm tra giấy phép đăng ký kinh doanh, xuất xứ và chất lượng hàng hóa, chống lừa đảo), thống kê giao dịch và cung cấp thông tin cho cơ quan chức năng. Việc này sẽ hỗ trợ giảm tải cho các cơ quan chức năng, đồng thời tối ưu việc nhận diện các đối tượng chịu thuế nhờ vào việc lồng ghép hoạt động giám sát đăng ký kinh doanh thông qua các mạng xã hội và các sàn thương mại điện tử, để có thể truy thu đúng và đủ nghĩa vụ thuế. Hơn nữa, Trung Quốc cũng nghiêm cấm việc thực hiện giao dịch bằng các hệ thống ngoại lai và khuyến khích thực hiện thanh toán trực tuyến, nhờ đó có thể hạn chế các biến dạng hành vi người chịu thuế có thể thực hiện. Cuối cùng, bên cạnh các giải pháp khuyến khích và hỗ trợ người kinh doanh trực tuyến thực hiện các nghĩa vụ công một cách đơn giản và hiệu quả, giới chức Trung Quốc cũng đưa ra các hình phạt rất nghiêm trọng để răn đe. Trên thực tế, các nền tảng không tuân thủ sẽ phải đối diện với mức phạt lên tới 300 ngàn đô la Mỹ đối với các yêu cầu về quản lý nhà bán hàng và mức phạt lên tới 30 triệu đô la Mỹ với các vi phạm về hàng giả (Melchers, n.d.). Việc này sẽ làm tăng chi phí không tuân thủ của các nền tảng nhằm cưỡng chế việc tuân thủ thuế cho các nền tảng và cả nhà bán hàng.

Mặc dù đã có kinh nghiệm đi trước và thành công của Trung Quốc, việc áp dụng mô hình của họ vào Việt Nam sẽ có nhiều khó khăn. Trong đó bao gồm có sự hợp tác chặt chẽ và đồng thuận quan điểm giữa công ty cung cấp dịch vụ và chính phủ, khi Việt Nam chưa có công ty cung cấp dịch vụ riêng và văn hóa của những công nghệ lớn đa quốc gia hiện tại khác với văn hóa Việt Nam và quan điểm chính trị của bộ máy quản lý nhà nước.

#### **2.4. Khả năng thực thi của cơ quan thuế**

Luật Quản lý thuế 2019 (có hiệu lực từ ngày 01/07/2020) đã quy định cụ thể về Nội dung quản lý thuế (Điều 4) và Nguyên tắc quản lý thuế (Điều 5). Tuy nhiên, với các định nghĩa hiện tại trong việc quản lý đăng ký kinh doanh, không hề dễ dàng trong việc xác định cá nhân nào phải đăng ký kinh doanh và nộp thuế. Nhiều biện pháp hiện tại đã được đề xuất, như Nghị định 126/2020-NĐ-CP về việc cho phép cơ quan thuế yêu cầu ngân hàng cung cấp thông tin tài khoản. Tuy nhiên, biện pháp này vẫn chủ yếu dựa vào sự tự nguyện của các cá nhân, vì cơ quan thuế không thể nào có đủ khả năng để kiểm tra thông tin của tất cả tài khoản hàng năm, và với sự ra đời của nhiều phương tiện thanh toán quốc tế mới, nhiều cá nhân có thể không cần phải chuyển tiền về tài khoản ngân hàng ở Việt Nam.

Để đánh giá tính khả thi của chính sách thu thuế từ hoạt động kinh doanh trực livestream, ta cần đặt nó trong ma trận các yếu tố hành vi, tài chính, tổ chức, và cân bằng tổng quát.

Ở khía cạnh hành vi kinh tế và xã hội, nếu chính sách thu thuế livestream được thực hiện, trong trường hợp tốt, đối tượng chịu thuế sẽ có hành vi xã hội tích cực về việc làm

và tiết kiệm chi tiêu, bao gồm cả cân nhắc lựa chọn các hình thức bán hàng của người thực hiện kinh doanh để có thể tiết kiệm tiền nộp thuế một cách tối ưu. Trong trường hợp xấu, và thường sẽ có xu hướng xảy ra dựa trên hành vi và thói quen của đại đa số người dân Việt Nam ở thời điểm hiện tại và quá khứ, chính sách thu thuế sẽ dẫn đến biến dạng hành vi của đối tượng chịu thuế, bao gồm né tránh việc đăng ký doanh nghiệp hoặc điều chỉnh doanh thu dưới ngưỡng chịu thuế khoán.

Ở khía cạnh tài chính, nếu chính sách thu thuế livestream được thực hiện, nhà nước sẽ tạo thêm được nguồn thu mới cho ngân sách và tạo điều kiện thuận lợi để các nguồn lực trong xã hội được sử dụng và phân bổ một cách hiệu quả hơn. Tuy nhiên với hình thức đa dạng, số lượng đông đảo, cách thức hoạt động khó kiểm soát, nguồn thu phân tán rải rộng của các đối tượng kinh doanh livestream, chi phí chi ra để thu thuế sẽ lớn mà kết quả sẽ không như mong đợi.

Ở khía cạnh tổ chức, để đảm bảo việc thu thuế thu nhập cá nhân có hiệu quả, chính phủ có thể dựa vào nguồn lực quan hệ xã hội và tổ chức. Ở thời điểm hiện tại, các mặt trận tổ quốc, liên hiệp hội phụ nữ, hội người cao tuổi, tổ dân phố đang hoạt động rất mạnh mẽ và hiệu quả để trưng tặc, giám sát, hỗ trợ người dân. Nếu chính phủ có cơ chế để các tổ chức này hoạt động minh bạch không tham nhũng, số thuế thu về sẽ đầy đủ và ít thất thoát.

Ở khía cạnh cân bằng tổng quát, thị trường thương mại điện tử, đặc biệt là mô hình C2C, luôn có sự chuyển động và tiến hóa với sự phát triển của công nghệ thông tin, sự giao thoa giữa các nền văn hóa và hành vi trên khắp thế giới, vì vậy mô hình kinh doanh livestream có thể cũng sẽ chịu biến đổi, tiến hóa, và thậm chí tiêu vong hoặc chuyển sang một hình thức khác. Tất cả điều này đòi hỏi hành lang pháp lý phải mạnh mẽ bao quát nhưng vô cùng linh hoạt. Ở thời điểm hiện tại, hệ thống và thực thi pháp luật của Việt Nam chưa cho phép điều này.

### **3. Kết luận và khuyến nghị**

Trước những biến chuyển như hệ quả tất yếu của việc định vị lại hệ thống tài chính toàn cầu, nền kinh tế Việt Nam còn chịu những tác động mang tính ngẫu nhiên của đại dịch Covid-19 cộng hưởng với tiến trình chuyển đổi số của cuộc cách mạng công nghiệp lần thứ tư. Sự xuất hiện của hình thức kinh doanh trực tuyến thông qua các nền tảng mạng xã hội là hình thái mới xuất hiện trong chuỗi sự kiện có khả năng cao sẽ xảy ra trong kỷ nguyên mới, với sự phát triển vượt bậc của khoa học kỹ thuật và công nghệ thông tin. Một chính sách thuế phù hợp sẽ giúp điều tiết thị trường một cách phù hợp và hướng đến mục tiêu tối ưu hóa tổng lợi ích ròng của toàn xã hội. Chính sách này sẽ được kiểm chứng thông qua 3 đặc tính cố hữu là hiệu quả, công bằng và khả thi.

*Thứ nhất*, chính sách thuế đối với kinh doanh trực tuyến giúp điều tiết thị trường theo hướng tích cực hơn, thông qua việc giảm tình trạng bất cân xứng thông tin giữa các bên mua bán và giảm thiểu tác động ngoại vi tiêu cực đối với thị trường thương mại điện tử.

*Thứ hai*, chính sách mới sẽ đảm bảo công bằng với tất cả bên tham gia thị trường và nhất quán với hệ thống thuế hiện tại của Việt Nam.

*Thứ ba*, chính sách mới sẽ khuyến khích việc tuân thủ hơn là vi phạm dựa vào các khoản chi phí trực tiếp và gián tiếp, qua đó phát huy tính hiệu quả trong thực thi.

### **Tài liệu tham khảo**

- Cao, A. T. (2020, 01 07). Năm 2019 - Năm cải cách toàn diện của ngành Thuế. (H. Online, Người phỏng vấn)
- Đặng, T.-V. Đ. (2014). Chính sách và thực trạng thu thuế tại Việt Nam. *Tạp chí Tài chính*, 6.
- Melchers. (không ngày tháng). *China's new e-commerce law improves online market regulation*. Được truy lục từ Melchers: <https://www.melchers.com.hk/chinas-new-e-commerce-law-improves-online-market-regulation/>
- Nguyen, T. H. (2021). Developing Vietnam electronic commerce in the period 2020-2025. *Journal of Contemporary Issues in Business and Government*, 27(2), 953-966.
- OECD. (2014). *Addressing the tax challenges of the digital economy*. OECD/G20 base erosion and profit shifting project.
- Ozcan, R. (2020, 10 13). Taxing the digital economy: A closer look at OECD's Pillar One: "Unified Approach.". *Master Thesis at Tilburg University*. Tilburg, North Brabant, The Netherlands.
- Shukla, G. P., Phạm, M. Đ., Engelschalk, M., & Lê, M. T. (2011). *Cải cách thuế ở Việt Nam: hướng tới một hệ thống công bằng và hiệu quả hơn*. Ban Quản lý Kinh tế và Xóa đói Giảm nghèo Khu vực Châu Á và Thái Bình Dương trực thuộc Ngân hàng Thế giới.
- Xue, Y. (2020, 10 20). *Chinese social media apps held to same standards as e-commerce platforms under new draft regulation*. Được truy lục từ South China Morning Post: <https://www.scmp.com/tech/policy/article/3106578/chinese-social-media-apps-held-same-standards-e-commerce-platforms>

## 52.

# ẢNH HƯỞNG CỦA DÒNG VỐN QUỐC TẾ ĐẾN CẤU TRÚC VỐN DOANH NGHIỆP: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TỪ VIỆT NAM

Hoàng Minh Trí\*

Nguyễn Thanh Phúc\*\*

### *Tóm tắt*

*Nghiên cứu này xem xét tác động của dòng vốn quốc tế đến cấu trúc vốn doanh nghiệp ở Việt Nam bằng cách phân tích dữ liệu bảng gộp của tất cả các doanh nghiệp niêm yết phi tài chính từ năm 2008 đến năm 2019 bằng cách sử dụng phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất (OLS) có kiểm soát phương sai thay đổi. Dựa trên lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn, nghiên cứu so sánh dấu và ý nghĩa của các hệ số hồi quy trong các kết quả thực nghiệm để xác định cách tiếp cận nào là tối ưu đối với cấu trúc vốn doanh nghiệp trong điều kiện môi trường lạm phát cao của Việt Nam. Kết quả chỉ ra rằng dòng vốn quốc tế có mối quan hệ đồng biến với tỷ lệ nợ trong dài hạn và mối quan hệ này mạnh hơn trong giai đoạn 2008-2014 so với giai đoạn 2015-2019. Cơ cấu vốn doanh nghiệp được điều chỉnh theo những thay đổi của môi trường kinh doanh trong các giai đoạn khác nhau. Khi môi trường kinh tế trở nên thuận lợi hơn, khả năng dự đoán của lý thuyết trật tự phân hạng tăng lên và khả năng dự đoán của lý thuyết đánh đổi giảm đi. Các doanh nghiệp sản xuất và phi sản xuất có các quyết định về cấu trúc vốn khác nhau để thúc đẩy hoạt động kinh doanh và phát triển trong điều kiện cạnh tranh của nước ngoài.*

***Từ khóa:*** *Cấu trúc vốn, hội nhập tài chính, dòng vốn, doanh nghiệp niêm yết.*

---

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [trihoang.ncs2019034@st.uieh.edu.vn](mailto:trihoang.ncs2019034@st.uieh.edu.vn)

\*\* Trường Đại học Công nghệ TP. HCM

## 1. Giới thiệu

Ảnh hưởng không lường trước được của hội nhập tài chính đã dẫn đến nhiều vấn đề khác nhau đối với các nhà hoạch định chính sách ở các nước mới nổi (Korinek & Sandri, 2016). Forbes & Warnock (2012) đã báo cáo rằng dòng vốn có xu hướng tăng lên theo thời gian nhưng lại bị sụt giảm trong các cuộc khủng hoảng và không trở lại mức như trước khủng hoảng. Sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, các nền kinh tế mới nổi đã phải trải qua sự sụt giảm trong dòng tài chính và mức vốn (Viện Tài chính Quốc tế, 2016). Dòng vốn quốc tế đến các nước mới nổi giảm, tuy nhiên tỷ trọng của dòng vốn quốc tế trong GDP toàn cầu dần được cải thiện (Kose et al., 2006). Các doanh nghiệp đa quốc gia kiểm soát dòng vốn bằng cách chuyển thu nhập chịu thuế của họ để tránh thuế (Jones & Temouri, 2016). Những thay đổi trong dòng vốn ròng ảnh hưởng đến sản lượng và cấu trúc vốn của các doanh nghiệp, và ảnh hưởng này đặc biệt quan trọng ở các nước mới nổi.

Các doanh nghiệp nước ngoài có nhiều lợi thế hơn các doanh nghiệp trong nước, và đầu tư gián tiếp nước ngoài (FII) và đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) ảnh hưởng đến sản lượng của các doanh nghiệp trong nước thông qua hiệu ứng lan tỏa liên kết với FDI (Dunning, 1988). Các doanh nghiệp nước ngoài làm tăng cạnh tranh trên thị trường, làm giảm lợi nhuận và cơ hội tăng trưởng của các doanh nghiệp trong nước, đồng thời ảnh hưởng đến cấu trúc vốn của họ (Jiraporn & Liu, 2008; Meyer & Sinani, 2009). Cấu trúc vốn là sự kết hợp cụ thể giữa nợ và vốn chủ sở hữu được một doanh nghiệp sử dụng để tài trợ cho hoạt động và mức tăng trưởng chung. Bên cạnh đó, khả năng sinh lợi và cơ hội tăng trưởng là những yếu tố quan trọng quyết định cấu trúc vốn doanh nghiệp (Khan, et al., 2020). Brander & Lewis (1986) đã chứng minh mối liên hệ quan trọng giữa các quyết định các yếu tố đầu ra và tài chính và nghiên cứu thực nghiệm của Campello (2006) xác nhận rằng việc vay nợ vừa phải có tương quan thuận với việc tăng thị phần.

Trước năm 1986, tất cả các doanh nghiệp và tổ chức ở Việt Nam đều thuộc sở hữu nhà nước và được chính phủ tài trợ. Sau khi bắt đầu chuyển đổi nền kinh tế vào năm 1986 và thị trường chứng khoán Việt Nam được thành lập vào năm 2000, các quyết định về cơ cấu vốn là mối quan tâm lớn của các nhà quản lý. Điều này là do chính phủ quản lý rất nhiều lĩnh vực tài chính và một nửa trong số mười ngân hàng lớn nhất do nhà nước kiểm soát, chiếm 42% tài sản của lĩnh vực này (Reuters, 2017). Thị trường tài chính thiếu các công cụ tài chính quan trọng và các nhà quản lý mong muốn có các chính sách và hướng dẫn phù hợp từ các cơ quan chính phủ để xác định cơ cấu tài chính tối ưu của họ (Ngân hàng Thế giới, 2011). Thực tế cho thấy Việt Nam nhận được dòng vốn FDI lớn, chiếm 7% GDP, tác động của dòng vốn đối với cấu trúc vốn doanh nghiệp (Diễn đàn Kinh tế



Thế giới, 2014), và tác động của các quyết định cấu trúc vốn trong một nền kinh tế đang chuyển đổi vẫn chưa có kết luận rõ ràng.

Tác động của dòng vốn lên cấu trúc vốn được nghiên cứu bằng cách sử dụng dữ liệu từ Datastream trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2019. Tương tự như Le & Phan (2017), lĩnh vực tài chính được loại bỏ khỏi mẫu do cấu trúc tài chính và đặc điểm hoạt động khác biệt. Bộ dữ liệu này giúp kiểm tra một cách có hệ thống các cấu trúc vốn của doanh nghiệp thông qua quan điểm của lý thuyết đánh đổi (Kraus & Litzenberger, 1973) và lý thuyết trật tự phân hạng (Myers & Majluf, 1984). Sự khác biệt trong các quyết định về cấu trúc vốn giữa các doanh nghiệp sản xuất và phi sản xuất qua các thời kỳ được khảo sát trong nghiên cứu này.

Nghiên cứu này đóng góp vào cơ sở lý thuyết trước bằng cách đưa ra bằng chứng thực nghiệm về tác động của các dòng vốn do hội nhập tài chính đối với các quyết định cấu trúc vốn. Kết quả cho thấy mối quan hệ dòng vốn – cấu trúc vốn phụ thuộc vào hoạt động phát triển vốn và ngành của doanh nghiệp. Không giống như nghiên cứu trước đây về các nền kinh tế mới nổi (Booth et al., 2001; Köksal & Orman, 2015; Nguyen & Tran, 2020), kết quả cho thấy các quyết định về cấu trúc vốn phản ứng với những thay đổi trong môi trường kinh tế và các chính sách. Khi môi trường kinh tế trở nên thuận lợi hơn, khả năng dự đoán của lý thuyết trật tự phân hạng tăng lên và lý thuyết đánh đổi giảm bớt. Đây cũng là nghiên cứu đầu tiên xem xét những khó khăn của việc vay nợ so với triển vọng của các doanh nghiệp sản xuất, liên quan đến cả vấn đề chi phí đại diện và thông tin bất cân xứng trong các nền kinh tế chuyển đổi nơi thị trường trái phiếu chưa phát triển.

## **1.1 Bối cảnh nghiên cứu**

### *1.1.1 Thị trường tài chính Việt Nam*

Chính phủ quản lý chặt chẽ lĩnh vực tài chính và một nửa trong số mười ngân hàng lớn nhất do nhà nước kiểm soát, chiếm 42% tài sản của lĩnh vực này (Reuters, 2017). Các khoản cho vay doanh nghiệp nhà nước (SOEs) chiếm tới một phần ba tổng dư nợ ngân hàng trên toàn thị trường trong khi số lượng các doanh nghiệp nhà nước chỉ chiếm 1% tổng số doanh nghiệp đăng ký. SOEs nhìn chung có tỷ lệ nợ và nợ xấu cao hơn các doanh nghiệp tư nhân và nước ngoài, nhưng lợi nhuận của họ lại thấp hơn (Thai & Hoang, 2019). Do đó, mối quan hệ giữa cơ cấu sở hữu và các quyết định tài chính có thể được đặt ra.

Thị trường chứng khoán là một kênh tài trợ quan trọng của doanh nghiệp kể từ năm 2000. Các nhà đầu tư nước ngoài được coi là nhân tố chính của diễn biến thị trường (Lê & Phan 2017). Các cổ đông nước ngoài cũng tăng cường sự hiện diện của họ trong các

doanh nghiệp niêm yết và nắm giữ vai trò lớn trong các quyết định tài trợ của doanh nghiệp (Thái & Hoàng 2019). Các sở giao dịch chứng khoán Việt Nam bao gồm Sở Giao dịch Chứng khoán TP HCM (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) cũng như thị trường giao dịch tự do (Upcom). Các công ty niêm yết trên HOSE và HNX có quy mô khác nhau do yêu cầu niêm yết của từng thị trường. Tại Việt Nam, Nghị định 58/2012/NĐ-CP của Chính phủ quy định các doanh nghiệp phải có ít nhất một năm hoạt động với tư cách là công ty cổ phần (HNX) hoặc hai năm hoạt động (HOSE) trước khi nộp hồ sơ đăng ký niêm yết. Yêu cầu vốn tối thiểu để được niêm yết trên HNX là giá trị sổ sách tại thời điểm đăng ký là 30 tỷ đồng (= 1,27 triệu USD), trong khi điều kiện đối với HOSE tối thiểu là 120 tỷ đồng (= 5,1 triệu USD). Lợi tức tối thiểu trên vốn chủ sở hữu (ROE) của người nộp đơn là ít nhất 5%.

### *1.1.2 Nghị quyết số 11/NQ-CP của Chính phủ về ổn định kinh tế vĩ mô*

Nghị quyết số 11/NQ-CP do Thủ tướng Chính phủ ban hành ngày 24-02-2011 đã đưa ra các quyết sách nhằm thắt chặt chính sách tiền tệ, thắt chặt chính sách tài khóa, đầu tư công và giảm bội chi NSNN, thúc đẩy sản xuất, kiểm chế nhập siêu, tăng giá điện cùng với hỗ trợ người nghèo và thực hiện cơ chế định giá theo định hướng thị trường hơn đối với các sản phẩm xăng dầu, bảo vệ an sinh xã hội và đẩy mạnh các hoạt động tuyên truyền về các chính sách của chính phủ.

Để triển khai Nghị quyết này đối với hệ thống ngân hàng, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã ra quyết định cắt giảm mục tiêu tăng trưởng tín dụng từ 23% xuống 20% và mục tiêu cung tiền M2 từ 21% -24% xuống 15% -16% (Nguyen & Tran, 2020). Những mục tiêu này cũng là một sự sụt giảm lớn so với con số năm 2010, 32,4% tăng trưởng tín dụng và 33,3% tăng trưởng cung tiền M2. NHNN cũng đưa ra yêu cầu hạn chế tín dụng đối với các trung gian tài chính đối với các hoạt động phi sản xuất như đầu tư bất động sản và chứng khoán xuống dưới 16% tổng mức cho vay.

Các tổ chức tín dụng được yêu cầu phải đáp ứng các điều kiện cần thiết trên bằng cách tăng gấp đôi dự trữ bắt buộc. NHNN cũng hạn chế cho vay bằng ngoại tệ đối với hàng nhập khẩu có quy định. Kinh doanh vàng được phép đối với một số công ty được lựa chọn để ngăn chặn các nhà đầu cơ và ổn định Đồng Việt Nam. Bộ Công Thương cũng triển khai kế hoạch giảm thâm hụt thương mại, cải thiện tiêu chuẩn sản xuất để đạt hiệu quả xuất khẩu tốt hơn.

## **2. Tổng quan lý thuyết**

### **2.1. Dòng vốn và quyết định cấu trúc vốn**

Dòng vốn là yếu tố quan trọng quyết định đến sự phát triển của thị trường vốn ở các nền kinh tế mới nổi. Alfaro et al. (2004) xác nhận sự đóng góp của FDI vào tăng trưởng kinh tế bằng cách xem xét dữ liệu xuyên quốc gia trong giai đoạn 1975–1995. Tuy nhiên, các nền kinh tế phát triển khai thác tốt hơn lợi ích của FDI (Korinek & Sandri, 2016). Các quốc gia có thị trường tài chính không được kiểm soát chặt chẽ có khả năng phải đối mặt với “điểm dừng đột ngột”, như sự quay vòng của các dòng vốn (Forbes & Warnock, 2012). Dòng vốn quốc tế có thể tạo ra bất ổn tài chính ở các nền kinh tế đang chuyển đổi (Korinek & Sandri, 2016) và các nền kinh tế mới nổi cần cải cách hệ thống tài chính trong nước để hưởng lợi nhiều hơn từ việc gia tăng dòng vốn. Khi tỷ trọng thương mại của Việt Nam trong GDP đạt hơn 170% vào năm 2014, tác động của dòng vốn đối với sự phát triển của thị trường tài chính và các doanh nghiệp niêm yết đã tăng lên (Ngân hàng Thế giới, 2016).

Một nhánh nghiên cứu trước ủng hộ cho quan điểm tồn tại mối quan hệ giữa phát triển thị trường vốn và cấu trúc vốn. Một thị trường được quản lý tốt cung cấp tính thanh khoản, nguồn tài chính thay thế và ít thông tin bất cân xứng hơn cho các nhà đầu tư. Doanh nghiệp có thể coi vốn chủ sở hữu là một lựa chọn cho các khoản nợ dài hạn, điều này ảnh hưởng đến các quyết định tài trợ. Baum et al. (2017) cho rằng thị trường chứng khoán giúp các chủ nợ cho vay ít rủi ro hơn.

Quy mô và cấu trúc thị trường là những yếu tố quyết định quan trọng đến việc phân bổ vốn cho các loại hình doanh nghiệp khác nhau trong nền kinh tế, và dòng vốn quốc tế định hình thị trường vốn trong nước ở các nền kinh tế đang chuyển đổi (Kose et al., 2006). Trong khi dòng vốn vào mở rộng quy mô thị trường vốn thì dòng vốn ra lại làm giảm quy mô thị trường. Trong các cuộc khủng hoảng ngân hàng ở các nền kinh tế mới nổi, cơ sở hạ tầng thị trường chứng khoán có thể cung cấp một giải pháp thay thế cho các nguồn tài chính dài hạn khác cho các doanh nghiệp lớn (Demirgüç-Kunt et al., 2020). Nghiên cứu này khám phá tác động của dòng vốn đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp bằng cách đưa tỷ lệ giữa dòng vốn ròng trên GDP như một biến giải thích.

### **2.2. Cấu trúc vốn thị trường mới nổi**

Kể từ khi các nguyên tắc không phù hợp của cấu trúc vốn trong nghiên cứu của Modigliani & Miller (1958) được đưa ra, nhiều công trình lý thuyết và thực nghiệm đã khám phá những lập luận đằng sau cấu trúc vốn doanh nghiệp. Ý tưởng chính của lý thuyết M&M là cấu trúc vốn không ảnh hưởng đến giá trị của một doanh nghiệp. Đến

những năm 1980, những nỗ lực này đã dẫn đến hai lý thuyết cơ cấu vốn chính. Cấu trúc vốn của doanh nghiệp trong lý thuyết đánh đổi được quan tâm vì chúng phản ánh các loại tài sản, rủi ro kinh doanh và khả năng sinh lợi. Ngược lại, chi phí giao dịch và thông tin không cân xứng trong mô hình trật tự phân hạng xác lập mối liên hệ giữa khả năng tiếp nhận các khoản đầu tư mới và nguồn vốn nội bộ của doanh nghiệp.

Mặc dù hầu hết các nghiên cứu về cấu trúc vốn đều liên quan đến dữ liệu về các doanh nghiệp ở các nước phát triển (Rajan & Zingales, 1995; Wald, 1999; Baum et al., 2017), các nghiên cứu về các nước đang phát triển cho thấy sự khác biệt trong hệ thống thể chế so với các nước phát triển. Booth et al. (2001) đã kiểm tra sức mạnh giải thích của các mô hình cấu trúc vốn ở 631 doanh nghiệp từ mười nước đang phát triển và cho thấy rằng các biến nghiên cứu tương tự có ảnh hưởng đến các quyết định cấu trúc vốn như ở các nước phát triển.

Ở Việt Nam, nghiên cứu trước đây nghiên cứu về cấu trúc vốn doanh nghiệp trong các giai đoạn nghiên cứu tương đối ngắn, khoảng dưới 5 năm (Biger et al., 2008). Các kết quả thực nghiệm từ các nghiên cứu này phù hợp với các dự đoán về dấu và ý nghĩa thống kê của các hệ số hồi quy theo quan điểm của lý thuyết trật tự phân hạng hơn là so với lý thuyết đánh đổi trong việc giải thích các quyết định cấu trúc vốn (Nguyễn & Trân, 2020; Thái & Hoàng, 2019).

Bên cạnh đó, rất ít nghiên cứu điều tra cấu trúc vốn doanh nghiệp giữa các ngành (Miao, 2015) và các yếu tố quyết định cấu trúc vốn theo ngành cụ thể (Li & Islam, 2019). Các doanh nghiệp trong ngành sản xuất và phi sản xuất phản ứng khác nhau với những thay đổi trong chính sách của chính phủ và thị trường, vì vậy họ không nên có cơ cấu vốn giống nhau (Le & Phan, 2017).

### **2.3. Các nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn**

Cơ hội tăng trưởng gia tăng dẫn đến chi phí đại diện cao hơn trong việc thu hồi nợ. Công trình của Öztekin (2015) ủng hộ mối tương quan nghịch giữa đòn bẩy và cơ hội tăng trưởng, trong khi Titman & Wessels (1988) cũng chỉ ra mối quan hệ tiêu cực giữa đòn bẩy và chi phí R&D như một đại diện cho cơ hội tăng trưởng. Chi phí của khó khăn tài chính (thường gắn liền với tình trạng kiệt quệ tài chính) được mô tả qua lý thuyết đánh đổi có liên quan đến các yếu tố quan trọng trong lý thuyết chi phí đại diện. Do đó, tỷ trọng tài sản hữu hình cao hơn sẽ cải thiện khả năng đi vay của doanh nghiệp, do đó giảm chi phí khó khăn và cơ hội tăng trưởng, giúp giảm thiểu chi phí đại diện cho các quyết định của người quản lý.

Tính hữu hình của tài sản doanh nghiệp và sự tăng trưởng của doanh nghiệp thể hiện chi phí của khó khăn tài chính: tài sản càng hữu hình thì giá trị doanh nghiệp càng giảm khi doanh nghiệp gặp khó khăn về tài chính. Hơn nữa, tài sản của doanh nghiệp càng hữu hình thì khả năng phát hành nợ của doanh nghiệp càng lớn và tránh tiết lộ thông tin về lợi nhuận trong tương lai cho các nhà đầu tư bên ngoài; do đó, tính hữu hình liên quan tích cực đến đòn bẩy dài hạn (Köksal & Orman, 2015). Ngoài ra, các doanh nghiệp phát triển nhanh hơn có tài sản vô hình lớn hơn và khó vay nợ hơn tài sản hữu hình (Booth et al., 2001). Vì thế các doanh nghiệp có mức tăng trưởng cao hơn sẽ mất nhiều giá trị hơn khi họ gặp khó khăn. Hơn nữa, các doanh nghiệp lớn hơn có xu hướng có tỷ trọng tài sản hữu hình cao hơn. Khi các doanh nghiệp lớn có nhiều chi nhánh và doanh nghiệp con hơn, họ có rủi ro phá sản thấp hơn và các doanh nghiệp lớn hơn có đòn bẩy cao hơn (Rajan & Zingales 1995; Thakolwiroj & Sithipolvanichgul, 2021).

Demirgüç-Kunt et al. (2020) tuyên bố rằng các doanh nghiệp có thể giảm thiểu tác động của thông tin không cân xứng bằng cách chỉ chuyển sang tài trợ bên ngoài khi họ không thể tài trợ cho tăng trưởng thông qua thu nhập giữ lại của họ. Vì các doanh nghiệp thích các nguồn tài trợ nội bộ như tiền mặt và các tài sản lưu động khác hơn tài trợ bằng nợ, nên khả năng sẵn có của các nguồn vốn này sẽ ảnh hưởng đến đòn bẩy của họ. Ví dụ, De Jong et al. (2008) đã chứng minh rằng thanh khoản tác động tiêu cực đến đòn bẩy.

Nếu cần tài trợ từ bên ngoài, thì trước tiên các doanh nghiệp dựa vào nợ - là phương thức tài trợ an toàn nhất. Sau đó, họ có thể phát hành trái phiếu chuyển đổi và vốn chủ sở hữu như một lựa chọn cuối cùng, vì chi phí giao dịch và thông tin không cân xứng thể hiện khả năng của doanh nghiệp trong việc đầu tư mới với nguồn vốn nội bộ của doanh nghiệp và việc tài trợ bằng nợ dẫn đến hiệu ứng bất cân xứng thông tin nhỏ hơn. Thông tin bất cân xứng sau đó dẫn đến các quyết định tài chính theo thứ bậc. Việc tài trợ theo lý thuyết trật tự phân hạng phụ thuộc vào cơ hội tăng trưởng và khả năng sinh lợi của doanh nghiệp, và các doanh nghiệp có lợi nhuận có xu hướng tài trợ cho sự tăng trưởng của họ thông qua các quỹ nội bộ để ổn định mức nợ của họ. Tahir et al. (2020) cho rằng các doanh nghiệp có lợi nhuận có lợi thế về thuế cao và ít có khả năng phải trả các chi phí khó khăn về tài chính. Tuy nhiên, các doanh nghiệp có lợi nhuận thấp hơn phải sử dụng đến việc vay nợ để thúc đẩy tăng trưởng của họ.

Thuế doanh nghiệp rất khó xác định, vì mỗi doanh nghiệp có sự khác biệt lẫn nhau và giá trị thuế suất phải lớn hơn hoặc bằng 0 đối với tất cả các doanh nghiệp. Hơn nữa, không có giải thích chính xác nào về ảnh hưởng của thuế đối với tỷ lệ nợ; ví dụ, Frank & Goyal (2008) đã không thể tìm thấy một sự thay thế thích hợp cho các hiệu ứng thuế.

DeAngelo & Masulis (1980) lần đầu tiên trình bày khái niệm về lá chắn thuế không nợ. Các lá chắn thuế doanh nghiệp thay thế cho nợ bao gồm khấu hao kế toán, trợ cấp suy giảm và tín dụng thuế đầu tư. Sự hiện diện của lá chắn thuế không nợ ngụ ý rằng các doanh nghiệp có một cấu trúc vốn tối ưu duy nhất bất kể các chi phí liên quan đến nợ. Do đó, các doanh nghiệp có số lượng lớn hơn các khoản lá chắn thuế thay thế này có xu hướng có ít nợ hơn.

Chang et al. (2019) cho thấy khó khăn trong việc quan sát tác động của tỷ lệ lạm phát đối với các quyết định về đòn bẩy tối ưu. Tuy nhiên, Taggart (1985) cho rằng thuế ở Mỹ làm tăng lợi thế của lá chắn thuế khi lạm phát gia tăng.

Bảng 1 tóm tắt định nghĩa về các biến nghiên cứu và dấu dự đoán về mối quan hệ giữa các biến độc lập và phụ thuộc từ các lý thuyết về trật tự phân hạng và lý thuyết đánh đổi.

**Bảng 1. Mô tả biến nghiên cứu và dấu dự kiến theo lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết đánh đổi**

	Định nghĩa	Dấu dự kiến	
		Lý thuyết trật tự phân hạng	Lý thuyết đánh đổi
<i>Tỷ lệ đòn bẩy</i>			
Tổng đòn bẩy	Tổng nợ phải trả/ (Tổng nợ phải trả + Giá trị tài sản ròng)	N/A	N/A
Đòn bẩy dài hạn	Tổng nợ dài hạn phải trả/ (Tổng nợ dài hạn phải trả + Giá trị tài sản ròng)	N/A	N/A
Đòn bẩy thị trường dài hạn	Tổng nợ dài hạn phải trả/ (Tổng nợ dài hạn phải trả + Giá trị thị trường vốn cổ phần)	N/A	N/A
<i>Yếu tố liên quan đến nội bộ doanh nghiệp</i>			
Quy mô	Logarit tự nhiên của tổng doanh thu chia cho 100	-	+
Khả năng sinh lợi	Lợi nhuận trước thuế (EBT)/Tổng tài sản	-	+
Tài sản hữu hình	(Tổng tài sản – Tài sản lưu động)/Tổng tài sản	-	+
Thanh khoản	Tài sản ngắn hạn/nợ ngắn hạn	-	?
Tăng trưởng	Giá trị thị trường của vốn cổ phần/ Giá trị sổ sách của vốn cổ phần	+	-
Rủi ro kinh doanh	Độ lệch chuẩn của lợi nhuận trước thuế (EBT)/Tổng tài sản	-	-
<i>Yếu tố liên quan đến thuế</i>			
Thuế thu nhập doanh nghiệp	Thuế suất trung bình từ thu nhập trước và sau thuế	?	+
Lá chắn thuế không nợ	Khấu hao/Tổng tài sản	?	-
<i>Yếu tố liên quan đến kinh tế vĩ mô</i>			
Lạm phát	Thay đổi tỷ lệ phần trăm trong CPI	?	+
Tăng trưởng GDP	Thay đổi tỷ lệ phần trăm của GDP	+	-
Dòng vốn	Vốn ròng/GDP	?	?

*Ghi chú:* Bảng này mô tả các biến phụ thuộc và độc lập và các dự đoán lý thuyết về mối quan hệ giữa chúng. “?” biểu thị kết quả dự đoán không chắc chắn về mối quan hệ giữa các biến nghiên cứu với đòn bẩy và “N/A” cho biết không có mối liên hệ nào giữa các biến nghiên cứu với đòn bẩy.

*Nguồn:* Tác giả tổng hợp từ các nghiên cứu trước

### 3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Dữ liệu

Dữ liệu được thu thập từ Thomson Reuters và Ngân hàng Thế giới từ năm 2008 đến năm 2019, với 640 doanh nghiệp mỗi năm trong mẫu. Các biến nghiên cứu cụ thể cho từng doanh nghiệp có liên quan đến thuế được tính toán bằng cách sử dụng bộ dữ liệu của Datastream. Mẫu bao gồm các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên các sở giao dịch chứng khoán như Sở Giao dịch Chứng khoán TP HCM (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) cũng như sàn giao dịch chứng khoán doanh nghiệp đại chúng chưa được niêm yết (Upcom). Các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE và HNX có quy mô khác nhau do yêu cầu niêm yết khác nhau của từng thị trường. Tại Việt Nam, Nghị định 58/2012/NĐ-CP của Chính phủ quy định các doanh nghiệp phải có ít nhất một năm hoạt động dưới hình thức doanh nghiệp cổ phần (HNX) hoặc hai năm hoạt động (HOSE) trước khi nộp hồ sơ đăng ký niêm yết. Yêu cầu vốn tối thiểu để được niêm yết trên HNX là giá trị sổ sách tại thời điểm đăng ký là 30 tỷ đồng (= 1,27 triệu USD), trong khi điều kiện đối với HOSE tối thiểu là 120 tỷ đồng (= 5,1 triệu USD). Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) tối thiểu của doanh nghiệp đăng ký niêm yết là ít nhất 5%.

Nghiên cứu tập trung vào hai danh mục ngành: sản xuất và phi sản xuất. Theo đó, nhóm ngành sản xuất gồm 13 ngành phụ (có số doanh nghiệp chiếm 41% tổng số doanh nghiệp mẫu) và ngành phi sản xuất bao gồm 8 ngành phụ (có số doanh nghiệp chiếm 59% tổng số doanh nghiệp mẫu). Cụ thể, các ngành sản xuất bao gồm: (1) Sản xuất thực phẩm, (2) Hóa chất, (3) Đồ uống, (4) Dược phẩm và Công nghệ sinh học, (5) Thiết bị điện tử, (6) Công nghiệp giấy, (7) Thuốc lá, (8) Ô tô và phụ tùng, (9) Công nghiệp nói chung, (10) Hàng giải trí, (11) Hàng cá nhân, (12) Công nghiệp kim loại và khai thác mỏ, và (13) Kỹ thuật công nghiệp. Các ngành phi sản xuất bao gồm: (1) Viễn thông, (2) Bán lẻ nói chung, (3) Vận tải công nghiệp, (4) Xây dựng nhà, (5) Vật liệu xây dựng, (6) Phần mềm và dịch vụ máy tính, (7) Du lịch và giải trí, và (8) Các dịch vụ hỗ trợ.

Các ngành nhận được các ưu đãi của chính phủ bị loại bỏ vì làm thay đổi tác động của các lực lượng thị trường đến các ngành này, bao gồm: (1) Dầu và khí đốt; (2) Cung cấp điện, khí đốt và nước (tiện ích), (3) Dịch vụ tài chính, (4) Thiết bị dầu khí, (5) Thiết bị và chăm sóc sức khỏe, (6) Khai thác, (7) Nông nghiệp, săn bắn và lâm nghiệp, (8) Đánh bắt cá (9) Bất động sản, cho thuê và các hoạt động kinh doanh, (10) Giáo dục, và (11) Y tế và công tác xã hội. Dữ liệu cụ thể về quốc gia được lấy từ “Cơ sở dữ liệu phát triển tài chính toàn cầu” của Ngân hàng Thế giới (2016). Kết quả có được là mẫu không cân bằng với 7,193 quan sát theo năm doanh nghiệp.

### 3.2. Mô hình nghiên cứu

Để xem xét liệu các dòng vốn dưới tác động của hội nhập tài chính có ảnh hưởng đến cấu trúc vốn doanh nghiệp ở Việt Nam hay không, mô hình OLS tổng quát được sử dụng như sau:

$$Lev_{i,t} = \alpha + \beta * Z_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Những thay đổi của môi trường kinh doanh ảnh hưởng khác nhau đến từng ngành, nên mô hình thực nghiệm xem xét tác động của môi trường lạm phát cao như Việt Nam để kiểm định giá trị biên của hệ số hồi quy các biến giải thích. Để kiểm soát các hiệu ứng cố định theo ngành và theo từng năm cụ thể, mô hình chặt chẽ hơn được sử dụng như sau:

$$Lev_{i,t} = \alpha + \beta * Z_{i,t} + i. year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Lev_{i,t} = \alpha + \beta * Z_{i,t} + i. industry + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó,  $Lev_{i,t}$  là các thước đo đòn bẩy bao gồm đòn bẩy dài hạn, đòn bẩy thị trường dài hạn, hoặc tổng tỷ lệ đòn bẩy của doanh nghiệp  $i$  trong năm  $t$ ;  $Z_{i,t}$  là biến kiểm soát thứ  $z$  của các yếu tố liên quan đến đặc điểm từng doanh nghiệp, liên quan đến thuế và quốc gia, cụ thể là dòng vốn cho doanh nghiệp thứ  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $\alpha$  là hệ số góc; và  $\varepsilon_{i,t}$  có thể khác nhau giữa các doanh nghiệp;  $\varepsilon_{i,t}$  là sai số ngẫu nhiên của doanh nghiệp  $i$  tại thời điểm  $t$ ;  $i. industry$  và  $i. year$  là biến giả theo ngành và năm. Mô hình (1) được ước tính bằng cách sử dụng các sai số chuẩn được kiểm soát hiện tượng phương sai thay đổi, tự tương quan và phụ thuộc chéo, được tính toán bằng cách sử dụng công cụ ước lượng phương sai của Driscoll & Kraay's (1998).

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả cho tất cả các biến nghiên cứu trong giai đoạn 2008 đến 2019, với giá trị trung vị nhỏ hơn giá trị trung bình đối với biến tỷ lệ đòn bẩy dài hạn. Sự khác biệt giữa giá trị trung bình và trung vị lớn hơn đối với biến tỷ lệ đòn bẩy thị trường dài hạn bởi vì hầu hết các doanh nghiệp có ít hoặc không có nợ dài hạn. Hơn nữa, biến lá chắn thuế không nợ thể hiện phương sai lớn nhất, vì giá trị trung bình lớn hơn đáng kể so với mức trung vị.

Bảng 3 trình bày hệ số tương quan Pearson giữa các biến trong nghiên cứu. Tương quan giữa đòn bẩy dài hạn và đòn bẩy thị trường dài hạn là cao, ở mức 0,852. Do đó, nghiên cứu sẽ tách các thước đo đòn bẩy riêng biệt để giảm thiểu vấn đề đa cộng tuyến. Các hệ số tương quan khác dưới 0,5 và phù hợp hồi quy trong mô hình.



**Bảng 2. Thống kê mô tả cho các doanh nghiệp phi tài chính Việt Nam từ năm 2008 đến năm 2019.**

Biến nghiên cứu	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
<i>Tỷ lệ đòn bẩy</i>					
Tổng đòn bẩy	7,193	0.642	0.282	0.038	1.510
Đòn bẩy dài hạn	7,193	0.208	0.262	0.000	1.150
Đòn bẩy thị trường dài hạn	7,193	0.239	0.293	0.000	1.161
<i>Yếu tố liên quan đến nội bộ doanh nghiệp</i>					
Quy mô	7,193	0.231	0.018	0.146	0.288
Khả năng sinh lợi	7,193	0.087	0.180	-6.450	1.374
Tài sản hữu hình	7,193	0.434	0.255	0.013	1.122
Thanh khoản	7,193	2.457	2.916	0.268	26.559
Tăng trưởng	7,193	1.239	1.098	-6.979	13.945
Rủi ro kinh doanh	7,193	0.055	0.145	0.000	3.206
<i>Yếu tố liên quan đến thuế</i>					
Thuế thu nhập doanh nghiệp	7,193	0.217	0.154	0.000	1.093
Lá chắn thuế không nợ	7,193	0.068	0.223	0.000	7.850
<i>Yếu tố liên quan đến kinh tế vĩ mô</i>					
Lạm phát	12	0.120	0.066	0.049	0.274
Tăng trưởng GDP	12	0.074	0.009	0.062	0.089
Đồng vốn	12	0.065	0.024	0.039	0.112

*Ghi chú: Tổng đòn bẩy = Tổng nợ phải trả/(Tổng nợ phải trả + Giá trị tài sản ròng); Đòn bẩy dài hạn = Tổng nợ dài hạn phải trả/(Tổng nợ dài hạn phải trả + Giá trị tài sản ròng); Đòn bẩy thị trường dài hạn = Tổng nợ dài hạn phải trả/(Tổng nợ dài hạn phải trả + Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu); Quy mô = Logarit tự nhiên của tổng doanh thu chia cho 100; Khả năng sinh lợi = Lợi nhuận trước thuế (EBT)/Tổng tài sản; Tài sản hữu hình = (Tổng tài sản - Tài sản lưu động)/Tổng tài sản; Thanh khoản = Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn; Tăng trưởng = Giá trị thị trường của vốn cổ phần/Giá trị sổ sách của vốn cổ phần; Rủi ro kinh doanh = Độ lệch chuẩn của thu nhập trước thuế (EBT)/Tổng tài sản; Thuế thu nhập doanh nghiệp = Thuế suất trung bình từ thu nhập trước và sau thuế; Lá chắn thuế không nợ = Khấu hao/Tổng tài sản; Lạm phát = Thay đổi tỷ lệ phần trăm trong CPI; Tăng trưởng GDP = Thay đổi tỷ lệ phần trăm của GDP; Đồng vốn = Đồng vốn ròng/GDP.*

*Nguồn: Tác giả phân tích hồi quy từ phần mềm Stata 14*

**Bảng 3. Hệ số tương quan giữa các biến nghiên cứu được sử dụng trong các mô hình hồi quy**

	Tổng đòn bẩy	Đòn bẩy thị trường dài hạn	Đòn bẩy dài hạn	Quy mô	Khả năng sinh lợi	Tài sản hữu hình	Thanh khoản	Rủi ro kinh doanh	Tăng trưởng	Thuế thu nhập doanh nghiệp	Lá chắn thuế không nợ	Lạm phát	Tốc độ tăng trưởng GDP	Dòng vốn
Tổng đòn bẩy	<b>1</b>													
Đòn bẩy thị trường dài hạn	0.501*	<b>1</b>												
Đòn bẩy dài hạn	0.223*	0.732*	<b>1</b>											
Quy mô	0.207*	0.146*	0.081	<b>1</b>										
Khả năng sinh lợi	-0.391*	-0.223*	-0.064	0.070	<b>1</b>									
Tài sản hữu hình	-0.157*	0.306*	0.134*	-0.040	-0.066	<b>1</b>								
Thanh khoản	-0.042	-0.124*	-0.016	-0.163*	-0.005	-0.019	<b>1</b>							
Rủi ro kinh doanh	0.083	0.034	-0.025	-0.030	-0.369*	0.046	0.021	<b>1</b>						
Tăng trưởng	-0.135*	-0.222*	0.001	0.128*	0.217*	0.018	0.019	-0.015	<b>1</b>					
Thuế thu nhập doanh nghiệp	0.021	0.124*	0.008	-0.000	-0.091	0.010	-0.014	0.021	-0.223*	<b>1</b>				
Lá chắn thuế không nợ	-0.063	-0.034	-0.012	-0.100	0.005	0.032	-0.031	0.037	-0.022	-0.042	<b>1</b>			
Lạm phát	-0.040	0.003	-0.004	-0.020	0.012	0.019	-0.025	-0.019	-0.035	-0.521	-0.020	<b>1</b>		
Tốc độ tăng trưởng GDP	0.052	-0.086	0.026	-0.060	0.071	-0.032	0.016	-0.031	0.364*	-0.462*	0.045	-0.128*	<b>1</b>	
Dòng vốn	-0.071	-0.132*	-0.018	-0.070	0.074	0.012	0.020	-0.028	0.477*	-0.031	-0.021	0.641*	-0.171	<b>1</b>

Ghi chú: Tổng đòn bẩy = Tổng nợ phải trả/(Tổng nợ phải trả + Giá trị tài sản ròng); Đòn bẩy dài hạn = Tổng nợ dài hạn phải trả/(Tổng nợ dài hạn phải trả + Giá trị tài sản ròng); Đòn bẩy thị trường dài hạn = Tổng nợ dài hạn phải trả/(Tổng nợ dài hạn phải trả + Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu); Quy mô = Logarit tự nhiên của tổng doanh thu chia cho 100; Khả năng sinh lợi = Lợi nhuận trước thuế (EBT)/Tổng tài sản; Tài sản hữu hình = (Tổng tài sản - Tài sản lưu động)/Tổng tài sản; Thanh khoản = Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn; Tăng trưởng = Giá trị thị trường của vốn cổ phần/Giá trị sổ sách của vốn cổ phần; Rủi ro kinh doanh = Độ lệch chuẩn của thu nhập trước thuế (EBT)/Tổng tài sản; Thuế thu nhập doanh nghiệp = Thuế suất trung bình từ thu nhập trước và sau thuế; Lá chắn thuế không nợ = Khấu hao/Tổng tài sản; Lạm phát = Thay đổi tỷ lệ phần trăm trong CPI; Tăng trưởng GDP = Thay đổi tỷ lệ phần trăm của GDP; Dòng vốn = Dòng vốn ròng/GDP.

Nguồn: Tác giả phân tích hồi quy từ phần mềm Stata 14

## 4.2. Kết quả nghiên cứu chính

Bảng 4 trình bày kết quả ước lượng mô hình và tóm tắt kết quả dựa trên các giả thuyết lý thuyết và kết quả thực nghiệm.

**Bảng 4. Yếu tố tác động đến đòn bẩy: Kết quả hồi quy**

	Tổng đòn bẩy	Đòn bẩy dài hạn	Đòn bẩy thị trường dài hạn
<i>Yếu tố liên quan đến nội bộ doanh nghiệp</i>			
Quy mô	3.374***	1.238**	1.529**
	(-0.372)	(-0.446)	(-0.382)
	[9.025]	[2.130]	[3.531]
Khả năng sinh lợi	-0.454***	-0.224***	-0.221***
	(-0.076)	(-0.051)	(-0.043)
	[-5.957]	[-4.234]	[-3.120]
Tài sản hữu hình	-0.137***	0.213***	0.320***
	(-0.140)	(-0.036)	(-0.219)
	[-6.128]	[9.256]	[3.390]
Thanh khoản	-0.032***	0.032***	0.004*
	(-0.102)	(-0.021)	(-0.004)
	[-5.950]	[2.533]	[1.638]
Tăng trưởng	0.021**	0.043**	-0.031**
	(-0.034)	(-0.032)	(-0.044)
	[2.621]	[2.134]	[-4.221]
Rủi ro kinh doanh	0.046**	0.134	0.049**
	(-0.023)	(-0.335)	(-0.024)
	[3.21]	[0.391]	[3.522]
<i>Yếu tố liên quan đến thuế</i>			
Thuế thu nhập doanh nghiệp	0.003	0.042**	0.174***
	(-0.008)	(-0.032)	(-0.041)
	[0.414]	[2.923]	[4.121]
Lá chắn thuế không nợ	-0.122***	-0.063***	-0.221***
	(-0.023)	(-0.039)	(-0.112)
	[-6.467]	[-6.310]	[-4.312]
<i>Yếu tố liên quan đến kinh tế vĩ mô</i>			
Lạm phát	0.036	0.030	0.176***
	(-0.039)	(-0.064)	(-0.034)
	[0.902]	[0.421]	[5.108]
Tăng trưởng GDP	-0.261	1.002**	-0.121
	(-0.408)	(-0.425)	(-0.392)
	[-0.641]	[2.026]	[-0.309]
Dòng vốn	0.012**	0.321*	-0.885***
	(-0.230)	(-0.323)	(-0.254)
	[2.090]	[1.685]	[-4.219]

	Tổng đòn bẩy	Đòn bẩy dài hạn	Đòn bẩy thị trường dài hạn
Hệ số chặn	0.0212***	0.042***	0.052**
	[4.212]	[3.231]	[1.801]
R <sup>2</sup> hiệu chỉnh	0.418	0.327	0.526
F-test	38.320	67.562	65.386
Prob > F	0.000	0.000	0.000

*Ghi chú: Dòng đầu tiên cho biết hệ số hồi quy. Sai số chuẩn và thống kê t được ghi nhận tương ứng trong ngoặc tròn và ngoặc vuông. \*\*\*, \*\* và \* cho biết ý nghĩa thống kê tương ứng ở các mức 1%, 5% và 10%. Bảng này trình bày tỷ lệ đòn bẩy cho các biến độc lập đối với các doanh nghiệp hoạt động tại Việt Nam. Tỷ lệ đòn bẩy là tổng nợ phải trả trên tổng nợ phải trả và giá trị tài sản ròng, tỷ lệ đòn bẩy dài hạn là nợ dài hạn trên tổng nợ dài hạn và giá trị tài sản ròng và tỷ lệ đòn bẩy thị trường là nợ dài hạn trên tổng nợ phải trả dài hạn và giá trị thị trường vốn chủ sở hữu. Các biến kiểm soát là các yếu tố liên quan đến đặc điểm nội bộ của từng doanh nghiệp, thuế và quốc gia.*

*Nguồn: Tác giả phân tích hồi quy từ phần mềm Stata 14*

#### 4.2.1. Nhân tố ảnh hưởng đến cấu trúc vốn

Quy mô đồng biến với cả ba thước đo đại diện cho tỷ lệ đòn bẩy, cho thấy rằng các doanh nghiệp lớn có nợ nhiều hơn trong cấu trúc vốn của họ. Ngược lại, mối quan hệ giữa khả năng sinh lợi và thước đo ba đòn bẩy là nghịch biến, cho thấy rằng các doanh nghiệp có lợi nhuận cao hơn có ít nợ hơn. Kết quả của quy mô phù hợp với lý thuyết đánh đổi, trong khi kết quả của lợi nhuận phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng.

Tài sản hữu hình nghịch biến với tổng đòn bẩy nhưng có liên quan đồng biến với hai thước đo đòn bẩy dài hạn. Kết quả này phù hợp với lập luận đối sánh truyền thống (matching argument), trong đó tài sản dài hạn được tài trợ bằng các khoản nợ dài hạn và nhận xét rằng các doanh nghiệp có thể vay bằng tài sản ngắn hạn nhiều hơn bằng tài sản dài hạn. Do đó, các doanh nghiệp có nhiều tài sản hữu hình hơn trong cơ cấu tài sản của họ sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn và ít nợ ngắn hạn hơn. Öztekin (2015) đã nghiên cứu kết quả tương tự trong mẫu ở các nước đang phát triển.

Tính thanh khoản có tương quan nghịch biến với tổng đòn bẩy nhưng tỷ lệ đồng biến với đòn bẩy dài hạn, ngụ ý rằng các doanh nghiệp có tài sản lưu động cao hơn thích tài trợ nội bộ hơn là tài trợ bên ngoài, và do đó có tổng nợ ít hơn. Tuy nhiên, tính thanh khoản thay đổi giống như tính hữu hình; các doanh nghiệp có tài sản lưu động cao hơn có xu hướng có tài sản hữu hình cao hơn.

Biến tăng trưởng có tương quan cùng chiều với tổng đòn bẩy và đòn bẩy dài hạn nhưng lại có mối tương quan nghịch biến với đòn bẩy thị trường dài hạn. Điều này là do hầu hết các doanh nghiệp đang phát triển nhanh chóng không thể tài trợ cho các khoản đầu tư của họ thông qua lợi nhuận giữ lại, và do đó, tăng trưởng doanh nghiệp cao hơn

đòi hỏi phải vay nợ nhiều hơn. Choi et al. (2018) có thể giải thích những phát hiện trái ngược giữa biến đòn bẩy dài hạn và đòn bẩy thị trường. Theo đó, tồn tại mối quan hệ giả gây ra bởi sự hiện diện của giá trị thị trường vốn cổ phần trong tử số của biến tăng trưởng và mẫu số của tỷ lệ đòn bẩy. Các biến động thị trường ngắn hạn và đột ngột mà không có phản ứng tức thời và trực tiếp của doanh nghiệp gây ra mối tương quan nghịch giữa tỷ lệ đòn bẩy và biến tăng trưởng.

Cuối cùng, rủi ro kinh doanh tương quan thuận với cả đòn bẩy thị trường và đòn bẩy dài hạn. Do đó, các doanh nghiệp có rủi ro cao hơn sẽ tăng mức độ đòn bẩy trong cấu trúc vốn của họ. Phát hiện này không phù hợp với quan điểm cho rằng các doanh nghiệp bị các chủ nợ cho là rủi ro sẽ gặp khó khăn khi vay dài hạn (Baum et al., 2017).

Kết quả của chúng tôi đối với đòn bẩy dài hạn có tương quan thuận với biến số thuế doanh nghiệp vì thuế này có hiệu lực trong khoảng thời gian hơn một năm do doanh nghiệp được phép chuyển lỗ. Những khoản hỗ trợ này cho phép các khoản nộp thuế đáng kể từ những năm thành công để bù đắp cho những năm khó khăn. Việc không có các khoản chuyển lỗ sẽ làm giảm lợi thế về thuế của việc vay nợ đối với các doanh nghiệp có rủi ro cao.

Ngoài ra, biến lá chắn thuế không nợ có liên quan nghịch biến với các biến đo lường đòn bẩy trong ba mô hình hồi quy. Do đó, các doanh nghiệp có lá chắn thuế không nợ cao (có thể bao gồm kế toán khấu hao và phụ cấp suy giảm tài sản cố định) sẽ có ít nợ hơn. Điều này phù hợp với phát hiện của Chen (2004). Kết quả liên quan đến lá chắn thuế không nợ có thể được hiểu dựa trên quan điểm của lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn.

#### *4.2.2. Tác động của dòng vốn*

Nhìn chung, dòng vốn tác động đến các quyết định cấu trúc vốn, thể hiện thông qua hệ số hồi quy dương và có ý nghĩa thống kê giữa biến dòng vốn và các biến đòn bẩy (tổng đòn bẩy và đòn bẩy dài hạn). Đặc biệt, dòng vốn có tương quan nghịch và đáng kể với đòn bẩy thị trường dài hạn. Cụ thể, có hai cách giải thích cho kết quả đòn bẩy thị trường dài hạn giảm khi dòng vốn nhiều hơn. Đầu tiên, Ngân hàng Thế giới (2016) lưu ý rằng vốn hóa thị trường chứng khoán của Việt Nam đạt 24,7%, tăng gần gấp ba lần so với 9,6% năm 2008. Thứ hai, lãi suất biến động dẫn đến nguồn vốn vay không đáng tin cậy. Dòng vốn có thể gây ra sự phát triển quá nóng của nền kinh tế và lạm phát hoặc tăng giá tiền tệ đáng kể, cũng như bùng nổ tín dụng và bong bóng giá tài sản (năm 2008).

### 4.3. Hồi quy theo từng giai đoạn nghiên cứu

Mẫu nghiên cứu được chia thành hai giai đoạn – từ năm 2008 đến năm 2014 và từ năm 2015 đến 2019 - để xem xét cấu trúc vốn của các doanh nghiệp trong giai đoạn sau khủng hoảng và giai đoạn kinh tế vĩ mô ổn định hướng tới tăng trưởng bền vững. Kết quả trong Bảng 5 chỉ ra rằng, các yếu tố tác động liên quan đến thuế và đặc điểm nội bộ doanh nghiệp có dấu và ý nghĩa thống kê của các hệ số hồi quy tương tự khi xem xét cho toàn bộ mẫu. Ngoại trừ biến tăng trưởng, chỉ đáng kể trong giai đoạn 2008-2014. Ngoài ra, biến khả năng sinh lợi có tương quan nghịch biến với các biến đại diện cho đòn bẩy trong tất cả các mô hình nghiên cứu và kết quả này có liên quan đến vấn đề bất cân xứng thông tin do vấn đề về đại diện ở Việt Nam và bản chất của thị trường trái phiếu chưa phát triển. Có thể biến khả năng sinh lợi tương quan với tiềm năng tăng trưởng, như mối quan hệ nghịch biến giữa khả năng sinh lợi và đòn bẩy thể hiện các vấn đề của các doanh nghiệp trong giai đoạn từ 2008 đến 2014 trong việc vay nợ so với triển vọng tăng trưởng trong tương lai.

Đáng chú ý, giá trị tương đối của hệ số hồi quy của lá chắn thuế không nợ nhỏ hơn trong giai đoạn trước đây (2008–2014), ngụ ý rằng mức tăng (hoặc giảm) thuế phí thông qua lá chắn thuế không nợ nhỏ hơn (hoặc lớn hơn) đối với các doanh nghiệp so với năm 2015 đến năm 2019. Hơn nữa, hệ số hồi quy biến rủi ro kinh doanh trong mô hình biến phụ thuộc là biến đòn bẩy sổ sách dài hạn trở nên không đáng kể trong mẫu từ năm 2015 đến năm 2019, điều này rất có thể cho thấy ảnh hưởng của các biến động thị trường ngắn hạn, đột ngột đối với rủi ro doanh nghiệp.

Cuối cùng, có những thay đổi đáng kể xảy ra trong dấu và ý nghĩa thống kê của các hệ số hồi quy đối với các biến kiểm soát theo đặc điểm vĩ mô của quốc gia. Ví dụ, hệ số lạm phát có ý nghĩa trong ba phương trình hồi quy trong cả hai mẫu nghiên cứu, trong khi hệ số hồi quy của dòng vốn có ý nghĩa thống kê hơn đối với đòn bẩy dài hạn và tổng đòn bẩy trong giai đoạn 2015-2019. Biến dòng vốn ít yếu hơn trong mô hình với biến phụ thuộc là biến đòn bẩy thị trường dài hạn ở giai đoạn 2008-2014 bởi vì dòng vốn chủ yếu nhắm vào các khoản đầu tư thị trường dài hạn và do đó có thể không ảnh hưởng mạnh đến đòn bẩy tổng và đòn bẩy dài hạn. Bên cạnh đó, hệ số hồi quy của biến dòng vốn trong cả hai giai đoạn nghiên cứu đều dương trong mô hình đòn bẩy thị trường dài hạn, ngược lại với kết quả cho đòn bẩy thị trường dài hạn trong mẫu đầy đủ. Hơn nữa, sự khác biệt giữa kết quả cho mẫu đầy đủ và cho 02 mẫu con là giá trị đòn bẩy sổ sách dựa trên số liệu lịch sử và giá trị đòn bẩy thị trường dựa trên giá trị từ thị trường. Điều này có thể xảy ra do ảnh hưởng của tỷ lệ lạm phát trung bình đáng kể là 8% từ năm 2008 đến năm 2014

(Ngân hàng Thế giới, 2016) và nợ cao của các doanh nghiệp Việt Nam, khiến họ trở thành mục tiêu mua lại hấp dẫn.

**Bảng 5. Kết quả hồi quy theo từng giai đoạn nghiên cứu**

	2008-2014			2015-2019			
	Tổng đòn bẩy	Đòn bẩy dài hạn	Đòn bẩy thị trường dài hạn	Tổng đòn bẩy	Đòn bẩy dài hạn	Đòn bẩy thị trường dài hạn	
<i>Yếu tố liên quan đến nội bộ doanh nghiệp</i>							
Quy mô	7.280*** [3.825]	2.290** [2.065]	3.251*** [4.754]		3.252*** [7.022]	2.487*** [4.106]	3.571*** [5.271]
Khả năng sinh lợi	-0.221 [-14.177]	-0.418*** [-3.021]	-0.456*** [-11.152]		-0.421*** [-4.556]	-0.185*** [-3.808]	-0.523*** [-4.125]
Tài sản hữu hình	-0.154*** [-3.786]	0.232*** [4.124]	0.146** [2.16]		-0.203*** [-5.426]	0.305*** [9.185]	0.421*** [5.137]
Thanh khoản	-0.032*** [-7.803]	0.000 [-0.621]	-0.021 [-1.122]		-0.030*** [-14.52]	0.005*** [4.728]	0.023** [3.241]
Tăng trưởng	0.025*** [11.229]	0.008*** [4.652]	-0.018*** [-8.454]		-0.0213 [-1.565]	0.000 [-0.055]	-0.049*** [-12.325]
Rủi ro kinh doanh	0.312*** [5.829]	0.328*** [6.842]	0.224*** [3.213]		0.156*** [4.651]	0.001 [0.065]	0.051*** [4.251]
<i>Yếu tố liên quan đến thuế</i>							
Thuế thu nhập doanh nghiệp	0.027 [0.821]	-0.032* [-1.718]	-0.078 [-0.541]		0.003 [0.312]	0.022*** [6.215]	0.037*** [4.236]
Lá chắn thuế không nợ	-0.086*** [-6.219]	-0.053*** [-4.736]	-0.069*** [-10.521]		-0.224*** [-3.186]	-0.097*** [-4.320]	-0.126*** [-4.253]
<i>Yếu tố liên quan đến kinh tế vĩ mô</i>							
Lạm phát	-0.228*** [-12.831]	-0.178*** [-14.482]	-0.094*** [-8.154]		0.047*** [3.561]	0.204*** [10.335]	0.172*** [12.445]
Tốc độ tăng trưởng GDP	-0.537*** [-4.128]	-0.237 [-1.321]	-1.254*** [-3.956]		0.528*** [4.340]	0.958*** [3.512]	-0.124 [-0.123]
Dòng vốn	0.483* [1.703]	1.486*** [4.234]	0.157** [2.340]		0.423* [1.569]	1.129*** [3.231]	0.347** [2.458]

	2008-2014				2015-2019		
	Tổng đòn bẩy	Đòn bẩy dài hạn	Đòn bẩy thị trường dài hạn		Tổng đòn bẩy	Đòn bẩy dài hạn	Đòn bẩy thị trường dài hạn
Hệ số chặn	0.156***	0.311*	0.412**		0.014*	0.086*	0.016***
	[4.803]	[1.684]	[5.252]		[1.245]	[3.412]	[3.121]
R <sup>2</sup> hiệu chỉnh	0.506	0.654	0.709		0.586	0.484	0.724
F-test	38.567	48.572	59.239		52.538	57.411	64.743
Prob > F	0.000	0.000	0.000		0.000	0.000	0.000

*Ghi chú: Dòng đầu tiên của mỗi biến nghiên cứu là giá trị của hệ số hồi quy. Thống kê t được ghi trong ngoặc vuông. \*\*\*, \*\* và \* cho biết ý nghĩa thống kê tương ứng ở các mức 1%, 5% và 10%. Bảng này trình bày kết quả hồi quy giữa các thước đo đòn bẩy và các biến độc lập của các doanh nghiệp Việt Nam trong hai giai đoạn 2008-2014 và 2015-2019 bằng ước lượng bằng hồi quy tuyến tính cổ điển (OLS). Tỷ lệ đòn bẩy là tổng nợ phải trả trên tổng nợ phải trả và giá trị tài sản ròng, tỷ lệ đòn bẩy dài hạn là nợ dài hạn trên tổng nợ dài hạn và giá trị tài sản ròng và tỷ lệ đòn bẩy thị trường là nợ dài hạn trên tổng nợ phải trả dài hạn và giá trị thị trường vốn chủ sở hữu. Các biến kiểm soát là các yếu tố liên quan đến đặc điểm nội bộ của từng doanh nghiệp, thuế và quốc gia.*

*Nguồn: Tác giả phân tích hồi quy từ phần mềm Stata 14*

#### **4.4. Cấu trúc vốn của các doanh nghiệp sản xuất và doanh nghiệp phi sản xuất**

Köksal &Orman (2015) lập luận rằng các yếu tố kiểm soát khác nhau có thể ảnh hưởng đến các loại hình doanh nghiệp khác nhau theo những cách khác nhau. Bằng chứng thực nghiệm trong nghiên cứu này sử dụng lý thuyết trật tự phân hạng để giải thích cấu trúc vốn của các doanh nghiệp phi sản xuất. Để xem xét khả năng giải thích của lý thuyết này, nghiên cứu xem xét sự khác biệt trong các quyết định cấu trúc vốn ở các doanh nghiệp sản xuất so với doanh nghiệp phi sản xuất.

Các yếu tố kiểm soát và phương pháp khác nhau ảnh hưởng đến các doanh nghiệp trong các ngành khác nhau; do đó, phân loại ngành của doanh nghiệp có thể là một yếu tố cần thiết trong các quyết định về cấu trúc vốn. Nghiên cứu thực hiện các hồi quy riêng biệt cho các doanh nghiệp sản xuất và phi sản xuất để tìm hiểu tác động của phân loại ngành đối với cấu trúc vốn. Kết quả trong Bảng 6 cho thấy các doanh nghiệp sản xuất và phi sản xuất cơ bản giống nhau về cấu trúc vốn. Cụ thể, không có thay đổi nào về dấu và ý nghĩa thống kê trong mối quan hệ giữa các thước đo của đòn bẩy và các yếu tố quyết định, ví dụ như quy mô, khả năng sinh lợi, tính hữu hình, thuế và lạm phát.

Các yếu tố kiểm soát còn lại cho thấy sự khác biệt của các loại hình doanh nghiệp này. Ví dụ, tăng trưởng của doanh nghiệp phi sản xuất tương quan đồng biến với tổng đòn bẩy và đòn bẩy dài hạn, tuy nhiên lại có tương quan nghịch với đòn bẩy thị trường dài hạn. Kết quả này ngụ ý rằng các doanh nghiệp sản xuất sử dụng ít vốn vay hơn các



doanh nghiệp phi sản xuất để thúc đẩy tăng trưởng của họ. Hơn nữa, tầm quan trọng của khả năng sinh lợi liên quan đến cả vấn đề chi phí đại diện và bất cân xứng thông tin ở Việt Nam cũng như bản chất của thị trường trái phiếu Việt Nam chưa phát triển. Bên cạnh đó, khả năng sinh lợi có thể tương quan với tiềm năng tăng trưởng, như mối quan hệ tiêu cực giữa khả năng sinh lợi và đòn bẩy thể hiện sự khó khăn trong việc vay nợ so với triển vọng tăng trưởng tương lai.

Sự khác biệt đáng chú ý liên quan đến tác động của dòng vốn đối với đòn bẩy. Cụ thể, các hệ số ước lượng có ý nghĩa trong tất cả các mô hình hồi quy của doanh nghiệp phi sản xuất. Kết quả này ngụ ý rằng các doanh nghiệp phi sản xuất đã nhận thấy dòng vốn nước ngoài chảy vào đáng kể, do đó tác động đến các quyết định cấu trúc vốn doanh nghiệp trong các ngành phi sản xuất trong giai đoạn nghiên cứu.

**Bảng 6. Kết quả hồi quy theo nhóm doanh nghiệp sản xuất và nhóm doanh nghiệp phi sản xuất.**

	Doanh nghiệp sản xuất			Doanh nghiệp phi sản xuất		
	Tổng đòn bẩy	Đòn bẩy dài hạn	Đòn bẩy thị trường dài hạn	Tổng đòn bẩy	Đòn bẩy dài hạn	Đòn bẩy thị trường dài hạn
<i>Yếu tố liên quan đến nội bộ doanh nghiệp</i>						
Quy mô	5.023*** [8.321]	1.032 [1.024]	2.221 [1.532]	2.323*** [4.420]	1.345*** [4.236]	2.150*** [4.293]
Khả năng sinh lợi	-0.323*** [-4.599]	-0.134** [-3.132]	-0.135** [-3.223]	-0.583*** [-3.254]	-0.241*** [-7.324]	-0.421*** [-5.784]
Tài sản hữu hình	-0.121*** [-10.342]	0.254*** [7.823]	0.253*** [4.523]	-0.104*** [-4.421]	0.338*** [11.004]	0.342*** [7.510]
Thanh khoản	-0.028*** [-4.014]	0.003*** [3.042]	0.002* [1.421]	-0.020*** [-4.424]	0.002** [3.322]	0.004 [1.332]
Tăng trưởng	0.017 [0.825]	-0.002 [-0.534]	-0.021** [-2.302]	0.014*** [3.325]	0.011*** [1.522]	-0.021*** [-3.756]
Rủi ro kinh doanh	-0.123*** [-4.246]	-0.332*** [-5.712]	-0.232*** [-6.431]	0.082*** [4.103]	0.081*** [2.734]	0.123*** [7.632]
<i>Yếu tố liên quan đến thuế</i>						
Thuế thu nhập doanh nghiệp	-0.004 [-0.188]	-0.002 [-0.013]	0.001 [0.032]	-0.003 [-0.323]	0.022** [4.333]	0.060*** [4.635]
Lá chắn thuế không nợ	-0.109*** [-5.520]	-0.034*** [-5.321]	-0.082*** [-3.834]	-0.721*** [-4.501]	-0.805*** [-3.591]	-0.724*** [-3.912]
<i>Yếu tố liên quan đến kinh tế vĩ mô</i>						
Lạm phát	0.007 [0.162]	-0.036 [-1.375]	0.058* [1.653]	0.022 [0.402]	0.027 [0.238]	0.212*** [5.010]
Tốc độ tăng trưởng GDP	-0.530 [-0.742]	0.743 [1.686]	-0.042 [-0.041]	-0.173 [-0.430]	1.060** [2.130]	-0.161 [-0.455]
Dòng vốn	0.134 [0.355]	0.444** [3.201]	-0.042 [-0.171]	0.272* [2.143]	0.504** [2.122]	-1.062*** [-3.312]

	Doanh nghiệp sản xuất			Doanh nghiệp phi sản xuất		
	Tổng đòn bẩy	Đòn bẩy dài hạn	Đòn bẩy thị trường dài hạn	Tổng đòn bẩy	Đòn bẩy dài hạn	Đòn bẩy thị trường dài hạn
Hệ số chặn	-0.520 [0.323]	0.423 [0.532]	0.521** [4.123]	1.243*** [4.231]	-0.180* [1.891]	-0.285*** [3.832]
R <sup>2</sup> hiệu chỉnh	0.371	0.240	0.490	0.328	0.585	0.715
F-test	18.567	21.573	22.968	31.682	30.671	34.519
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

*Ghi chú: Dòng đầu tiên của mỗi biến là giá trị hệ số hồi quy. Thống kê t được ghi trong ngoặc vuông. \*\*\*, \*\* và \* cho biết ý nghĩa thống kê tương ứng ở các mức 1%, 5% và 10%. Bảng này trình bày kết quả hồi quy giữa các thước đo đòn bẩy và các biến độc lập trong giai đoạn 2008-2019 bằng ước lượng bằng hồi quy tuyến tính cổ điển (OLS), phân chia theo nhóm các doanh nghiệp sản xuất và doanh nghiệp phi sản xuất. Tỷ lệ đòn bẩy là tổng nợ phải trả trên tổng nợ phải trả và giá trị tài sản ròng, tỷ lệ đòn bẩy dài hạn là nợ dài hạn trên tổng nợ dài hạn và giá trị tài sản ròng và tỷ lệ đòn bẩy thị trường là nợ dài hạn trên tổng nợ phải trả dài hạn và giá trị thị trường vốn chủ sở hữu. Các biến kiểm soát là các yếu tố liên quan đến đặc điểm nội bộ của từng doanh nghiệp, thuế và quốc gia.*

*Nguồn: Tác giả phân tích hồi quy từ phần mềm Stata 14*

#### **4.5. Lý thuyết trật tự phân hạng và lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn**

Kết quả cho thấy rằng lý thuyết trật tự hạng giải thích tốt hơn về lựa chọn cấu trúc vốn của các doanh nghiệp Việt Nam so với lý thuyết đánh đổi. Phần này chỉ ra sự khác biệt giữa dự đoán của hai lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm, trong đó các yếu tố tác động cốt lõi phải thể hiện mối quan hệ đáng kể với đòn bẩy. Dòng vốn, quy mô, tăng trưởng doanh nghiệp và rủi ro kinh doanh có tác động tích cực đến cấu trúc vốn trong khi khả năng sinh lợi, tài sản hữu hình, thanh khoản và lá chắn thuế không nợ có tác động tiêu cực đến cấu trúc vốn.

Kết luận của chúng tôi đối với các yếu tố kiểm soát đặc điểm nội bộ của doanh nghiệp phù hợp với các nghiên cứu trước đây về cấu trúc vốn doanh nghiệp ở Việt Nam. Biger et al. (2008) nhận thấy rằng các doanh nghiệp Việt Nam trong giai đoạn từ 2002 đến 2003 có kết quả tương tự nghiên cứu này. Ngoại lệ duy nhất là tính hữu hình trong nghiên cứu của Nguyen et al. (2012) và Le & Phan (2017) cho kết quả ước tính đồng biến.

Đối với kết quả nghiên cứu từ các nền kinh tế khác, một vài nghiên cứu của các nước phát triển cho rằng lý thuyết trật tự phân hạng ưu việt hơn lý thuyết đánh đổi. Trong khi các nghiên cứu thực nghiệm về các nước đang phát triển dường như ủng hộ đồng đều cả hai lý thuyết (Demirgüç-Kunt et al., 2019), các nhà nghiên cứu lại thích sử dụng lý thuyết trật tự phân hạng để giải thích về cấu trúc vốn hơn (Biger et al., 2008; Chen, 2004; Nguyen & Tran, 2020). Tuy nhiên, kết quả cho thấy rằng trong giai đoạn từ năm 2015 đến năm 2019 - khi môi trường kinh tế trở nên thuận lợi hơn - khả năng dự đoán của lý thuyết trật tự phân hạng tăng lên và lý thuyết đánh đổi giảm đi so với giai đoạn từ năm 2008 đến năm 2014.

#### **4.6. Kiểm định tính vững của kết quả nghiên cứu**

Phần này trình bày một số cách kiểm tra để xác nhận tính vững của các kết quả nghiên cứu. Đầu tiên, các hồi quy không sử dụng phương pháp tinh gọn số liệu (winsorization) được thực hiện để so sánh với các hồi quy sử dụng phương pháp tinh gọn số liệu ở 1% của hai đuôi phân phối của các quan sát trong mẫu. Các hệ số hồi quy tương tự nhau về dấu và ý nghĩa thống kê, cho thấy rằng mô hình không nhạy cảm với các giá trị ngoại lai và chúng không gây ra vấn đề gì đáng kể cho các phép hồi quy.

Thứ hai, nghiên cứu xem xét khả năng các biến nghiên cứu trong năm  $(t - 1)$  có liên quan nhiều hơn đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp trong năm  $t$  so với các biến nghiên cứu này trong năm  $t$ ; do đó, các giá trị trễ của các biến độc lập được đưa vào hồi quy với các biến đo lường đòn bẩy ở năm hiện tại. Hệ số hồi quy của biến dòng vốn ít có ý nghĩa thống kê hơn trong mô hình hồi quy với tổng đòn bẩy là biến phụ thuộc nhưng có quan hệ chặt chẽ hơn trong mô hình hồi quy với đòn bẩy dài hạn và đòn bẩy thị trường dài hạn.

Thứ ba, kiểm tra các ngành nghiên cứu ngoài mẫu nghiên cứu chính (out-of-sample test) được sử dụng, trong đó tất cả các lĩnh vực đều được đưa vào. Mọi quan hệ giữa dòng vốn và đòn bẩy là không đáng kể. Hệ số quy mô và tính hữu hình chỉ có ý nghĩa ở mức 10%, và bao gồm các lĩnh vực tài chính có thể tạo ra sự sai lệch trong kết quả hồi quy.

Hơn nữa, các biến giả theo ngành và năm được đưa vào mô hình hồi quy. Kết quả chỉ ra rằng không xảy ra những thay đổi đáng kể trong các biến nghiên cứu. Cụ thể, khi dòng vốn tăng 1%, đòn bẩy thị trường dài hạn giảm 0,92% khi các biến số khác không đổi.

#### **5. Kết luận, hàm ý chính sách và hướng nghiên cứu tương lai**

Kết quả nghiên cứu cho thấy dòng vốn có mối quan hệ thuận chiều với cấu trúc vốn trong dài hạn, điều này cho thấy rằng các doanh nghiệp nên tăng cường sử dụng nợ dài hạn so với khả năng sẵn có của nguồn vốn quốc tế. Điều này giải thích sự hiện diện đáng kể của các doanh nghiệp đa quốc gia thông qua các khoản đầu tư trực tiếp của họ trong dài hạn. Mối quan hệ này mạnh mẽ hơn trong giai đoạn 2008-2014 so với 2015-2019 trong bối cảnh dòng vốn quốc tế tính theo GDP toàn cầu giảm xuống mức 1,6% năm 2013, thấp hơn mười lần so với mức 16% GDP năm 2007 (Forbes & Warnock, 2012). Kết quả cũng chỉ ra rằng dòng vốn ảnh hưởng đến các loại hình doanh nghiệp khác nhau theo những cách khác nhau, theo đó kết quả cho thấy tác động mạnh hơn của dòng vốn đối với cấu trúc vốn của các doanh nghiệp phi sản xuất. Thực tế cho thấy, các doanh nghiệp phi sản xuất đòi hỏi đầu tư thường xuyên, vì vậy họ tích cực tìm kiếm nguồn vốn quốc tế.

Một phát hiện chính khác là tài chính nợ ngắn hạn đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu nợ của các doanh nghiệp phi tài chính Việt Nam; kết quả này không được ủng hộ từ cả quan điểm tài chính và quan điểm ổn định hoạt động. Các yếu tố kinh tế vĩ mô có tác động mạnh hơn đến giá trị thị trường của các doanh nghiệp so với giá trị sổ sách. Hơn nữa, các doanh nghiệp sản xuất sử dụng ít vay nợ hơn các doanh nghiệp phi sản xuất để thúc đẩy tăng trưởng do họ gặp khó khăn trong việc vay nợ so với triển vọng tăng trưởng trong tương lai.

Trong nghiên cứu này, chúng tôi đưa ra bằng chứng cho thấy dòng vốn trong bối cảnh hội nhập tài chính tác động đến quyết định cấu trúc vốn ở Việt Nam. Cụ thể, khi kiểm tra mối quan hệ tuyến tính giữa dòng vốn và các thước đo khác nhau của đòn bẩy, kết quả chỉ ra rằng dòng vốn có liên quan đáng kể đến tổng đòn bẩy và đòn bẩy dài hạn cả về giá trị sổ sách và thị trường. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Köksal & Orman (2015) trong bối cảnh nền kinh tế mới nổi.

Dòng vốn gia tăng có hai tác động. Sự phát triển mạnh mẽ của thị trường chứng khoán đã cung cấp cho các doanh nghiệp một giải pháp thay thế tài chính quan trọng. Nếu chi phí tài trợ bằng nợ cao hơn chi phí tài trợ vốn cổ phần, các doanh nghiệp sẽ điều chỉnh cơ cấu vốn của mình cho phù hợp. Kết quả mạnh hơn trong hệ số hồi quy của dòng vốn trong giai đoạn 2008-2014 ngụ ý mức độ quan trọng của dòng vốn từ các ngân hàng nước ngoài vào bất động sản và thị trường chứng khoán. Điều này gây ra khủng hoảng ngân hàng và bong bóng tài sản do khủng hoảng siêu lạm phát năm 2008. Khi xem xét mối quan hệ này trong các mẫu doanh nghiệp sản xuất và phi sản xuất, nghiên cứu cho thấy dòng vốn chảy vào các ngành phi sản xuất đáng chú ý hơn, do đó tác động đến các quyết định cấu trúc vốn trong các ngành đó ở mức độ lớn hơn trong giai đoạn mẫu nghiên cứu.

Đối với các biến kiểm soát đặc điểm nội bộ của từng doanh nghiệp phù hợp với các nghiên cứu trước đây về cấu trúc vốn doanh nghiệp ở Việt Nam. Sự khác biệt về kết quả của biến tài sản hữu hình có thể được hiểu theo hai cách. Thứ nhất, Việt Nam đã trải qua một cuộc suy thoái kinh tế đáng kể, được phản ánh bởi tỷ lệ lạm phát đạt đỉnh trên 20% vào năm 2008 (Ngân hàng Thế giới, 2016). Tỷ lệ lạm phát cao này làm tăng lãi suất và rủi ro tiền tệ, do đó, các doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc tiếp cận tín dụng và buộc phải giảm vay. Hơn nữa, các doanh nghiệp nhỏ hơn có xu hướng phát triển nhanh hơn và thu nhập giữ lại của họ thường không đủ để thúc đẩy cơ hội tăng trưởng của họ; do đó, họ phải tìm kiếm nguồn tài chính từ bên ngoài.

Nghiên cứu cung cấp bằng chứng cho những thay đổi tương ứng trong cấu trúc vốn đối với môi trường kinh tế. Kết quả của nó cho thấy rằng trong giai đoạn từ năm 2015

đến năm 2019 - khi môi trường kinh tế trở nên thuận lợi hơn - khả năng dự đoán của lý thuyết trật tự phân hạng tăng lên, trong khi khả năng giải thích của lý thuyết đánh đổi giảm đi so với trường hợp giai đoạn từ năm 2008 đến 2014. Do đó, khi môi trường kinh tế trở nên ổn định và thuận lợi hơn, cấu trúc vốn doanh nghiệp liên quan nhiều hơn đến lý thuyết trật tự phân hạng và ít liên quan đến lý thuyết đánh đổi.

Hơn nữa, kết quả cho thấy các doanh nghiệp trong các ngành khác nhau có cấu trúc vốn khác nhau. Xem xét giá trị thị trường vốn chủ sở hữu, các doanh nghiệp sản xuất sử dụng nợ dài hạn ít hơn để thúc đẩy các khoản đầu tư của họ so với các doanh nghiệp phi sản xuất. Điều này phù hợp với thực tế vì nền kinh tế Việt Nam là một môi trường lạm phát cao. Thêm vào đó, các doanh nghiệp sẽ mất nhiều thời gian hơn để thu hồi các khoản đầu tư vào chi phí cố định và ngành sản xuất dựa vào các chính sách ổn định của chính phủ để phát triển dưới áp lực cạnh tranh từ nước ngoài.

### **Hàm ý chính sách**

Bước chuyển mình đáng chú ý của Việt Nam là sự kiện Việt Nam gia nhập WTO vào tháng 1-2007 sau nhiều năm đàm phán, từ đó làm nền tảng để hàng hóa của Việt Nam được giao dịch rộng rãi và hơn nữa giúp thu hút vốn và cải thiện môi trường đầu tư. Theo ước tính, dòng vốn FDI đã phá kỷ lục trong lịch sử của Việt Nam (Năm 2008). Theo đó, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đăng ký đạt khoảng 71,7 tỷ USD trong năm 2008; gấp ba lần năm 2006 và bảy lần năm 2005 với khoảng 12 tỷ USD. Đặc biệt, nhiều nhà đầu tư nước ngoài toàn cầu như Microsoft trong lĩnh vực công nghệ thông tin, Formosa trong lĩnh vực thép và Samsung trong lĩnh vực điện tử đã lần đầu tiên tìm hiểu và thâm nhập dần thị trường Việt Nam.

Giai đoạn 2007 - 2011, giải ngân vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đã tăng nhanh hơn so với thời kỳ trước tuy kết quả còn hạn chế. Ví dụ, mặc dù nhận được nhiều dòng vốn FDI trong năm 2007 và 2008, nhưng Việt Nam chỉ giải ngân được 8 đến 11,5 tỷ USD trong hai năm, thấp hơn nhiều so với hứa hẹn của FDI. Đánh giá của USAID của Mỹ về Chỉ số năng lực cạnh tranh cấp tỉnh năm 2010 (PCI 2010) xác nhận rằng các doanh nghiệp FDI tại Việt Nam có quy mô tương đối nhỏ và lợi nhuận chủ yếu là hợp đồng phụ với các công ty đa quốc gia lớn hơn, do đó thu được giá trị thấp nhất trong quá trình sản xuất và giá trị toàn cầu chuỗi<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup>Tuy nhiên, vấn đề môi trường cũng liên quan đến các dự án FDI với công nghệ thấp và ô nhiễm trong lĩnh vực sản xuất là những tiêu cực cho sự phát triển bền vững lâu dài ở Việt Nam. Trong trường hợp Vedan của Đài Loan và Ajinomoto của Hàn Quốc, chất thải đã được đổ trực tiếp ra sông.

Nghiên cứu này đưa ra một số gợi ý cho các nhà hoạch định chính sách. Kết quả bài nghiên cứu cho thấy, dòng vốn nước ngoài có thể gây ra thay đổi trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Mỗi quan hệ này xảy ra do các dòng vốn nước ngoài thay vì chảy trực tiếp vào thị trường chứng khoán thì lại chảy vào các quỹ đầu tư. Các doanh nghiệp nội địa có thể vay từ các quỹ đầu tư này, dẫn tới sử dụng nhiều đòn bẩy sổ sách và ít sử dụng đòn bẩy thị trường. Như vậy, các doanh nghiệp có thể thay đổi cấu trúc vốn của mình dựa trên dòng vốn ngoại. Vì vậy để thu hút vốn đầu tư nước ngoài, các nhà làm chính sách cần phải minh bạch hóa thông tin trên thị trường bên cạnh việc tạo ra các sản phẩm đa dạng (tiệm cận quốc tế) để các quỹ nước ngoài gia tăng đầu tư của mình vào thị trường tiềm năng như Việt Nam. Đến lượt các doanh nghiệp, từ việc có thể tiếp cận gián tiếp nguồn vốn dồi dào này, các doanh nghiệp có thể cân nhắc thay đổi cấu trúc vốn của mình để thích hợp với quy mô và mục tiêu hiệu quả kinh doanh theo kế hoạch mà doanh nghiệp mong muốn.

### **Hạn chế và hướng nghiên cứu tương lai**

Các nghiên cứu trong tương lai có thể phát triển dựa trên nghiên cứu này bằng cách sử dụng mô hình hồi quy động Moment Tổng quát (GMM) để giải quyết vấn đề nội sinh có thể tồn tại. Bên cạnh đó, các nhà nghiên cứu có thể kiểm tra mối quan hệ phi tuyến tính giữa cấu trúc vốn và dòng vốn bằng cách sử dụng hàm bậc hai và hồi quy phân vị (quantile regression) theo nghiên cứu của Khan et al. (2020). Bổ sung biến đại diện cho chính sách trợ cấp cho các ngành và khu vực đặc thù (ví dụ ở Việt Nam là Dung Quất và Vân Đồn) có thể giúp cung cấp thông tin chi tiết về sự tăng trưởng của các ngành bị ảnh hưởng.

### **Tài liệu tham khảo**

- Alfaro, L., Chandna, A., Kalemli-Ozcan, S., & Sayek, S. (2004). FDI and economic growth: The role of local financial markets. *Journal of International Economics*, 64(1), 445–465. [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(03\)00081-3](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(03)00081-3)
- Baum, C. F., Caglayan, M., & Rashid, A. J. E. E. (2017). Capital structure adjustments: Do macroeconomic and business risks matter? *Empirical Economics*, 53(4), 1463–1502. <https://doi.org/10.1007/s00181-016-1178-1>
- Biger, N., Hoang, Q., & Nguyen, N. V. (2008). The determinants of capital structure: Evidence from Vietnam. *International Review of Financial Analysis*, 8(1), 307–326. [https://doi.org/10.1016/S1569-3767\(07\)00015-5](https://doi.org/10.1016/S1569-3767(07)00015-5)
- Booth L., Aivazian V., Demirgüç-Kunt A., & Maksimovic V. (2001). Capital structures in developing countries. *The Journal of Finance*, 56(1), 87–130. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00320>

- Brander, J. A., & Lewis, R. T. (1986). Oligopoly and financial structure: The limited liability effect. *The American Economic Review*, 76(5), 956–970. <https://www.jstor.org/stable/1816462>
- Campello, M. (2006). Debt financing: Does it boost or hurt firm performance in product markets? *Journal of Financial Economics*, 82(1), 135–172. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.04.001>
- Chang, X., Chen, Y., & Dasgupta, S. (2019). Macroeconomic conditions, financial constraints, and firms' financing decisions. *Journal of Banking & Finance*, 101, 242–255. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.10.016>
- Chen, J. J. (2004). Determinants of the capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, 57(12), 1341–1351. [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(03\)00070-5](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(03)00070-5)
- Choi, J., Hackbarth, D., & Zechner, J. (2018). Corporate debt maturity profiles. *Journal of Financial Economics*, 130(3), 484–502.
- De Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. T. (2008). The capital structure around the world: The roles of the firm and country-specific determinants. *Journal of Banking and Finance*, 32(9), 1954–1969. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.034>
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). The optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3–27. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90019-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7)
- Demirgüç-Kunt, A., Martinez-Peria, M. S., & Tressel, T. (2020). The global financial crisis and the capital structure of firms: Were the impact more severe among SMEs and non-listed firms? *Journal of Corporate Finance*, 60, 101514. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101514>
- Driscoll, J. C., & Kraay, A. C. (1998). Consistent covariance matrix estimation with spatially-dependent panel data. *Review of Economics and Statistics*, 80(4), 549–560. <https://doi.org/10.1162/003465398557825>
- Dunning, J. (1988). The eclectic paradigm of international production: A restatement and some possible extensions. *Journal of International Business Studies*, 19, 1–31. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490372>
- Forbes, K. J., & Warnock, F. E. (2012). Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *Journal of International Economics*, 88, 235–251. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2012.03.006>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2008). Trade-off and pecking-order theories of debt. *Handbook of Empirical Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, 2008(2), 135–202. <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50004-4>
- Institute of International Finance. (2016). *Capital flows to emerging markets*. <https://www.iif.com/Research/Capital-Flows-and-Debt/lapg-848/16>
- Jiraporn, P., & Liu, Y. (2008). Capital structure, staggered boards, and firm value. *Financial Analysts Journal*, 64(1), 49–60. <https://doi.org/10.2469/faj.v64.n1.7>

- Jones, C., & Temouri, Y. (2016). The determinants of tax haven FDI. *Journal of World Business*, 51(2), 237–250. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2015.09.001>
- Khan, K., Qu, J., Shah, M. H., Bah, K., & Khan, I. U. (2020). Do firm characteristics determine the capital structure of Pakistan listed firms? A quantile regression approach. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(5), 61–72. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no5.061>
- Köksal, B., & Orman, C. (2015). Determinants of capital structure: Evidence from a major developing economy. *Small Business Economics*, 44(2), 255–282. <https://doi.org/10.1007/s11187-014-9597>
- Korinek, A., & Sandri, D. (2016). Capital controls or macroprudential regulation? *Journal of International Economics*, 99, 27–42. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2016.02.001>
- Kose, M. A., Prasad, E. S., & Terrones, M. E. (2006). How do trade and financial integration affect the relationship between growth and volatility? *Journal of International Economics*, 69(1), 176–202. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2005.05.009>
- Kraus, A., & Litzenberger, R. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911–922. <https://doi.org/10.2307/2978343>
- Le, T. P. V., & Phan, T. B. N. (2017). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. *Research in International Business and Finance*, 42, 710–726. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.012>
- Li, L., & Islam, S. Z. (2019). Firm and industry-specific determinants of capital structure: Evidence from the Australian market. *International Review of Economics & Finance*, 59, 425–437. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.10.007>
- Meyer, K., & Sinani, E. (2009). When and where does foreign direct investment generate positive spillovers? A meta-analysis. *Journal of International Business Studies*, 40, 1075–1094. <https://doi.org/10.1057/jibs.2008.111>
- Miao, J. (2005). Optimal capital structure and industry dynamics. *The Journal of Finance*, 60(6), 2621–2659. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00812>
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nguyen, N. M., & Tran, K. T. (2020). Factors affecting capital structure of listed construction companies on Hanoi Stock Exchange. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(11), 689–698. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no11.689>
- Öztekin, Ö. (2015). Capital structure decisions around the world: Which factors are reliably important? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(3), 301–323. <https://www.jstor.org/stable/43862254>



- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184>
- Reuters. (2017). *Vietnam banks' assets, registered capital*. <https://www.reuters.com/article/instant-article/idINL3N1O04AXT>
- Taggart Jr., R. A. (1985). Secular patterns in the financing of U.S. corporations. In B. M. Friedman (Ed.), *Corporate capital structures in the United States* (pp. 13–80). Chicago: University of Chicago Press.
- Tahir, S. H., Moazzam, M. M., Sultana, N., Ahmad, G., Shabir, G., & Nosheen, F. (2020). Firm's risk and capital structure: An empirical analysis of seasonal and non-seasonal businesses. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(12), 627–633. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no12.627>
- Thai, A., & Hoang, T. M. (2019). The impact of large ownership on the capital structure of Vietnamese listed firms. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 9(1), 80–100. <http://www.inderscience.com/offer.php?id=96915>
- Thakolwiroj, C., & Sithipolvanichgul, J. (2021) Board characteristics and capital structure: Evidence from Thai listed companies. (2021). *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 8(2), 861-872. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no2.0861>
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585>
- Wald, J. K. (1999). How firm characteristics affect capital structure: An international comparison. *Journal of Financial Research*, 22(2), 161–188. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1999.tb00721>
- World Bank. (2011). *Vietnam development report 2012: Market economy for a middle-income Vietnam*. <http://documents.worldbank.org/curated/en/2011/12/15546780/vietnam-development-report-2012-market-economy-middle-income-vietnam>
- World Bank. (2016). *Data of the World Bank*. <http://data.worldbank.org/>
- World Economic Forum. (2014). *Global competitiveness report, 2014–2015*. <https://www.weforum.org/reports/global-competitiveness-report-2014–2015>

53.

## ỨNG DỤNG MÔ HÌNH CAMELS ĐÁNH GIÁ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG HỆ THỐNG NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2010-2020

Ngô Thanh Xuân\*

Trần Thị Mai Lan\*

Đặng Thị Thùy Dương\*

Nguyễn Thị Bảo Ngọc\*

### Tóm tắt

Ngân hàng có vai trò quan trọng đối với nền kinh tế. Việc đánh giá hiệu quả hoạt động của hệ thống ngân hàng đặc biệt được quan tâm. Một nền kinh tế chỉ phát triển khi có một hệ thống ngân hàng hoạt động hiệu quả. Do đó, mỗi một thời kỳ, hệ thống ngân hàng phải xây dựng chiến lược để thích ứng và nâng cao hiệu quả hoạt động. Khoảng thời gian từ 2010-2019 được coi là thời kỳ các ngân hàng thương mại (NHTM) có nhiều sự thay đổi lớn trong chiến lược hoạt động. Chưa dừng lại đó, cuối năm 2019, đại dịch Covid-19 xuất hiện trên thế giới và tràn vào Việt Nam ảnh hưởng rất nhiều đến hoạt động của hệ thống NHTM. Các ngân hàng vừa phải đảm bảo hoạt động hiệu quả vừa phải thực hiện nhiệm vụ thúc đẩy nền kinh tế thoát khỏi khủng hoảng. Chính vì vậy, rất cần thiết phải đánh giá hiệu quả hoạt động của hệ thống ngân hàng trong thời gian này để rút ra những bài học kinh nghiệm và hoạch định chiến lược hoạt động cho hệ thống ngân hàng trong thời gian tới.

**Từ khóa:** CAMELS, hiệu quả hoạt động, ngân hàng, Covid-19.

### 1. Lời giới thiệu

Sức khỏe của một nền kinh tế phụ thuộc rất nhiều vào sự phát triển của hệ thống tài chính. Do đó bất cứ hoạt động không hiệu quả nào của hệ thống cũng ảnh hưởng trực tiếp đến sự phát triển của nền kinh tế (Rostami, 2015). Hiện nay, việc đánh giá hiệu quả hoạt động của hệ thống ngân hàng rất được quan tâm bởi lẽ ngân hàng luôn được coi là huyết mạch của thị trường tài chính. Trong những năm trở lại đây, có thể thấy nền kinh tế Việt Nam nói riêng và thế giới nói chung gặp khá nhiều biến động. Cụ thể gần đây nhất là khi dịch

\* Viện Ngân hàng-Tài chính, ĐH Kinh tế Quốc Dân | Email liên hệ: [xuantn@neu.edu.vn](mailto:xuantn@neu.edu.vn)

bệnh Covid-19 bùng phát từ cuối năm 2019 trên thế giới và tràn vào Việt Nam chưa có dấu hiệu kết thúc. Điều này có tác động mạnh mẽ đến hoạt động của hệ thống ngân hàng trên thế giới và Việt Nam. Cùng với sự vận động không ngừng của thị trường tài chính mà mỗi thời kỳ các ngân hàng phải có các chính sách hoạt động phù hợp để thích nghi và nâng cao hiệu quả hoạt động.

Các tổ chức tín dụng (TCTD) và NHTM có vai trò chủ chốt trong quá trình luân chuyển vốn của nền kinh tế, việc đánh giá hiệu quả hoạt động NHTM góp phần đảm bảo phát triển kinh tế bền vững và năng động. Hệ thống ngân hàng hình thành nguồn vốn đầy đủ và phân bổ nguồn vốn sao cho thật hiệu quả tới các dự án đầu tư, dịch vụ thanh toán trên thị trường tài chính, nơi tập hợp các chủ thể thiếu hụt vốn và cả các cá nhân và tổ chức dư thừa nguồn vốn (*Dincer và cộng sự, 2011*). Các NHTM trong vai trò là trung gian tài chính sẽ cung cấp dịch vụ thanh toán và nhiều sản phẩm tài chính cho phép khu vực doanh nghiệp và hộ gia đình đối phó với những bất ổn kinh tế bằng cách bảo hiểm rủi ro, chia sẻ và định giá tài chính (*Mishkin, 2009*). Ở cả các nền kinh tế phát triển và đang phát triển, các NHTM là nguồn cung cấp vốn chính cho nền kinh tế.

Cùng với sự biến động không ngừng của thị trường tài chính, sự xuất hiện của các loại hình tổ chức tín dụng phi ngân hàng cũng đe dọa đến thị phần hoạt động của các NHTM. Điều này khiến cho việc xác định, đánh giá hiệu quả của hệ thống NHTM hiện nay càng cấp thiết. Trong 2 thập kỷ qua, các tổ chức tài chính trên khắp thế giới đã tiến bộ nhanh chóng với xu hướng toàn cầu hóa, hội nhập tài chính, tiến bộ công nghệ, giảm chi phí thông tin, thay đổi nhân khẩu học và cạnh tranh giữa các ngân hàng và các tổ chức tài chính phi ngân hàng (*Hoque & Rayhan, 2013*). Chính bởi vậy việc đánh giá, phân tích và giám sát hoạt động hệ thống NHTM trở thành một căn cứ quan trọng cấp thiết hơn bao giờ hết để cơ quan quản lý xây dựng cơ cấu điều chỉnh phù hợp với diễn biến thị trường.

Trong những năm gần đây, một trong những mô hình được sử dụng nhiều nhất để đánh giá hiệu quả hoạt động và sự lành mạnh của ngân hàng được thể hiện bằng khung CAMELS (*Roman & Sargu, 2013*). Mô hình được phát triển vào đầu những năm 1970 bởi cơ quan quản lý liên bang ở Mỹ. Hệ thống đánh giá CAMELS dựa trên đánh giá 6 yếu tố quan trọng trong hoạt động của một tổ chức tài chính: Mức độ an toàn vốn, Chất lượng tài sản có, Khả năng quản lý, Thu nhập, Tính thanh khoản và Độ nhạy cảm với rủi ro thị trường. Bài viết này sẽ trình bày về thực trạng hiệu quả hoạt động của hệ thống NHTM Việt Nam giai đoạn 2010-2020 thông qua mô hình CAMELS.

## 2. Tổng quan lý thuyết

### Khái niệm mô hình CAMELS

CAMELS là một mô hình xếp hạng, đánh giá hiệu quả hoạt động của ngân hàng và cũng là chữ viết tắt của sáu yếu tố chính trong mô hình đó chính là: Capital (vốn), Assets (tài sản), Management (quản lý), Earnings (lợi nhuận), Liquidity (thanh khoản) và Sensitivity (độ nhạy cảm với các rủi ro thị trường) (Nguyễn Ngọc Tú, 2018). Mục đích của mô hình CAMELS là cung cấp cách đánh giá chính xác và nhất quán nhất về tình trạng tài chính cũng như các hoạt động trong vấn đề mức độ an toàn vốn, chất lượng tài sản, quản lý, tính thanh khoản và mức độ nhạy cảm với các thay đổi của thị trường. Các nhân tố trên sẽ quyết định sức mạnh tổng thể của ngân hàng. Hơn thế nữa, mô hình CAMELS phục vụ mục đích tạo ra cái nhìn khái quát cho các nhà quản lý. Hỗ trợ các nhà quản lý giám sát hoạt động của các NHTM và đưa ra những cảnh báo hay biện pháp kịp thời, giảm thiểu những ảnh hưởng xấu đến hiệu quả hoạt động của ngân hàng (Nguyễn Ngọc Tú, 2018).

### Lịch sử hình thành và phát triển của mô hình CAMELS

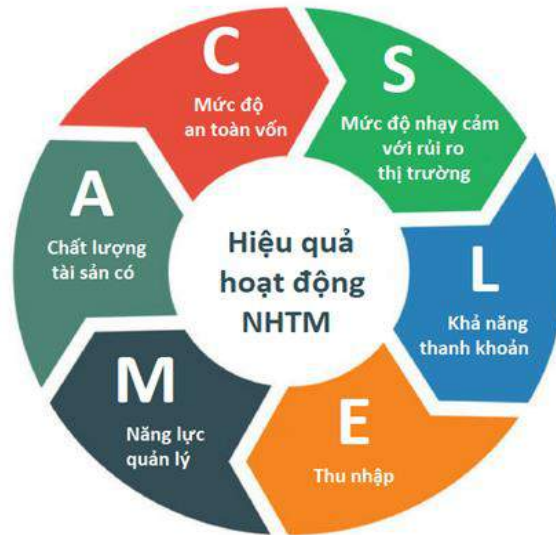
Mô hình CAMELS hiện đang là mô hình được sử dụng nhiều nhất để đánh giá hiệu quả hoạt động của ngân hàng (Roman & Sargu, 2013). Xuất hiện lần đầu tiên vào năm 1970, CAMELS đã dần khẳng định vị trí của mình, đến tháng 10-1987, mô hình này được Cục Quản lý và Tổ hợp tín dụng Mỹ chấp nhận và thông qua. Từ đó, CAMELS được sử dụng ngày càng phổ biến để đánh giá hiệu quả hoạt động và xếp hạng đối với các NHTM (FDIC, 2017).

Ban đầu, khi mới được thành lập, mô hình có tên gọi là CAMEL với 5 yếu tố chính là: Capital (Vốn), Asset Quality (Chất lượng tài sản có), Management (Quản lý), Earnings (Lợi nhuận), Liquidity (Thanh khoản) (Cargili, 1989). Vào những năm 1990 trở lại CAMEL vẫn được sử dụng với khá ít nhược điểm. Tuy nhiên sau khi trải qua cuộc khủng hoảng kinh tế châu Á năm 1997, hầu hết các ngân hàng đều chịu tác động mạnh mẽ của sự biến đổi về tình hình kinh tế, hệ thống ngân hàng ý thức việc đánh giá lại hiệu quả hoạt động là rất quan trọng.

Khi nền kinh tế rơi vào khủng hoảng, các nhà kinh tế nhận thấy mô hình CAMEL không còn đánh giá hiệu quả hoạt động và xếp hạng một cách đầy đủ như trước đây. Nhìn nhận được lỗ hổng này, mô hình CAMEL được bổ sung thêm yếu tố thứ sáu đó chính là Mức độ nhạy cảm với rủi ro thị trường (Sensitivity to market risks) vào năm 1997 (Nguyễn Thị Diễm Hiền và cộng sự, 2014). Việc bổ sung thêm nhân tố thứ sáu này giúp việc đánh giá và xếp hạng ngân hàng hiệu quả hơn ngay cả khi gặp những bất ổn trong nền kinh tế.

## Các nhân tố trong mô hình CAMELS

Hình 1. Hệ thống xếp hạng CAMELS



Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp, 2021

### *Capital Adequacy - Mức độ an toàn vốn*

Mức độ an toàn vốn thể hiện số vốn để hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh của ngân hàng (Nguyễn Thị Diễm Hiền và cộng sự, 2014). Theo Thông tư 52/2018/TT-NHNN ngày 31-12-2018 của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) về việc quy định xếp hạng tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, một số những chỉ tiêu cụ thể được sử dụng để đánh giá mức độ an toàn vốn gồm nhóm các chỉ tiêu định lượng như CAR - tỷ lệ an toàn vốn, và nhóm các chỉ tiêu định tính như việc các NHTM tuân thủ các quy định của pháp luật về việc ban hành, rà soát hay xem xét sửa đổi và bổ sung, thực hiện đúng các quy định báo cáo nội bộ về đánh giá chất lượng tài sản có và việc đảm bảo đúng mức tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu theo quy định của pháp luật,...

### *Asset Quality-Chất lượng tài sản có*

Chất lượng tài sản có là chỉ tiêu nói lên toàn bộ giá trị ngân hàng hiện đang có quyền sở hữu hay sử dụng, định đoạt một cách hợp pháp. Quy mô, cơ cấu, chất lượng quyết định đến sự tồn tại và phát triển của ngân hàng. Tài sản của ngân hàng bao gồm các tài sản có khả năng sinh lợi và các tài sản không có khả năng sinh lợi. Tuy nhiên, khoản mục cho vay chiếm giá trị lớn trong khoản mục tài sản của các ngân hàng và cũng là tài sản tiềm ẩn nhiều rủi ro nhất (Gier, 2007).

Theo Thông tư 52/2018/TT-NHNN ngày 31-12-2018 của NHNN, một số chỉ tiêu thường được sử dụng để đánh giá chất lượng tài sản có của ngân hàng bao gồm: nhóm các chỉ tiêu định tính và định lượng. Nhóm các chỉ tiêu định lượng như tỷ lệ nợ xấu, tỷ lệ chi phí hoạt động, chỉ tiêu lợi nhuận như ROA, ROE... Đối với nhóm các chỉ tiêu định lượng, thông qua các chỉ tiêu đánh giá và chấm điểm các khoản cho vay, tuân thủ các quy định đối với việc ban hành, rà soát, sửa đổi bổ sung và báo cáo hệ thống chỉ tiêu nội bộ về ra quyết định cấp tín dụng, quản lý tình trạng các khoản vay, tuân thủ chính sách về dự phòng rủi ro, các quy định pháp luật về phân loại các loại tài sản có, mức trích lập dự phòng rủi ro và sử dụng dự phòng rủi ro để xử lý rủi ro tín dụng trong hoạt động ngân hàng.

### *Management-Quản lý*

Khả năng quản lý có tác động trực tiếp tới hiệu quả hoạt động của ngân hàng (*FDIC, 2017*). Việc quản lý tốt tạo ra một hệ thống hoạt động thống nhất, có sự liên kết giữa các bộ phận, ban ngành, các sản phẩm, dịch vụ với nhau. Năng lực quản lý đóng vai trò quan trọng trong thành công hay thất bại của ngân hàng. Tuy nhiên, việc đánh giá năng lực quản lý một cách tổng quát là một điều rất khó khăn. Chính vì vậy, với các mục đích nghiên cứu khác nhau mà các nhà nghiên cứu sẽ lựa chọn đánh giá năng lực trong từng lĩnh vực (*Dincer và cộng sự, 2011*).

Theo Thông tư 52/2018/TT-NHNN ngày 31-12-2018 của NHNN, các chỉ tiêu thường được sử dụng để đánh giá năng lực quản lý gồm: các chỉ tiêu định lượng (tỷ lệ chi phí so với tổng thu nhập hoạt động...) và các nhóm chỉ tiêu định tính (tuân thủ các quy định pháp luật về cổ phiếu, cổ đông, cổ phần; các quy định pháp luật về giới hạn góp vốn, mua cổ phần...).

### *Earnings - Lợi nhuận*

Mặc dù mục tiêu của các ngân hàng nói riêng và các doanh nghiệp nói chung là tối đa hóa giá trị vốn chủ sở hữu, nhưng các ngân hàng vẫn luôn muốn duy trì một mức lợi nhuận ổn định, không quá thấp và thường giữ mức lợi nhuận này không âm. Một mức lợi nhuận cao chưa hẳn đã là tốt, cũng như một mức lợi nhuận thấp cũng chưa đủ để kết luận ngân hàng không đạt hiệu quả hoạt động. Do đó, khi dùng chỉ tiêu lợi nhuận để đánh giá hiệu quả cần phải có cái nhìn toàn diện, và trong các mối quan hệ khác nhau (*Gier, 2007*).

Theo Thông tư 52/2018/TT-NHNN ngày 31-12-2018 của NHNN, một số chỉ tiêu phổ biến dùng để giá mức sinh lời từ hoạt động bao gồm: các nhóm chỉ tiêu định lượng (tỷ lệ lợi nhuận trước/sau thuế trên tổng tài sản bình quân; tỷ lệ lợi nhuận trước/sau thuế trên vốn chủ sở hữu; thu nhập lãi cận biên (NIM); vòng quay lãi phải thu...) và các nhóm chỉ tiêu định tính (tuân thủ quy định về chế độ tài chính đối với TCTD, chi nhánh ngân hàng...).

### *Liquidity-Thanh khoản*

Yếu tố thanh khoản được sử dụng để đánh giá khả năng chi trả cho các hoạt động của ngân hàng. Ngân hàng thường giữ lại một phần tài sản của mình dưới dạng tiền mặt để đáp ứng khả năng rút tiền ồ ạt của khách hàng mà không cần phải thu hồi các khoản cho vay hay các nguồn vốn khác để tài trợ cho hoạt động của mình (Nguyễn Thị Diễm Hiền và cộng sự, 2014). Thanh khoản kém làm giảm hiệu quả hoạt động của ngân hàng. Đó cũng chính là nguyên nhân trực tiếp dẫn đến sự sụp đổ của hệ thống ngân hàng. Nếu ngân hàng không đáp ứng được khả năng thanh khoản khi khách hàng đến rút tiền, thường dẫn đến tâm lý lo sợ, nguy cơ khách hàng đổ xô đến rút tiền rất cao, làm giảm hiệu quả hoạt động của ngân hàng.

Theo Thông tư 52/2018/TT-NHNN ngày 31-12-2018 của NHNN, một số tiêu chí phổ biến để đánh giá khả năng thanh khoản của ngân hàng gồm: các chỉ tiêu định lượng gồm tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung và dài hạn, tỷ lệ tài sản có tính thanh khoản cao bình quân trên tổng tài sản bình quân, tỷ lệ tiền gửi của khách hàng có số dư tiền gửi lớn so với tổng tiền gửi, tỷ lệ dư nợ cho vay so với tổng tiền gửi... và các chỉ tiêu định tính như quy định về tuân thủ các văn bản pháp luật về tỷ lệ khả năng chi trả, tỷ lệ dư nợ cho vay so với tổng tiền gửi, tỷ lệ tối đa của nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung hạn và dài hạn...

### *Sensitivity to market risk-Mức độ nhạy cảm với rủi ro thị trường*

Thị trường tài chính luôn biến động không ngừng ảnh hưởng nghiêm trọng đến hiệu quả hoạt động của ngân hàng. Hầu hết các khoản mục tài sản của ngân hàng đều gắn liền với các yếu tố lãi suất, tỷ giá, hay giá cả trên thị trường. Trong khi đó, những yếu tố này không ngừng vận động theo những chiều hướng khác nhau báo hiệu khả năng dễ tổn thương của ngân hàng (Nguyễn Thị Diễm Hiền và cộng sự, 2014).

Theo Thông tư 52/2018/TT-NHNN ngày 31-12-2018 của NHNN, các nhân tố thường được sử dụng để đánh giá mức độ nhạy cảm với rủi ro thị trường gồm: nhóm các chỉ tiêu định lượng (tỷ lệ tổng trạng thái ngoại tệ so với vốn tự có riêng lẻ bình quân, tỷ lệ chênh lệch giữa tài sản nhạy cảm lãi suất và nợ phải trả nhạy cảm lãi suất so với vốn chủ sở hữu...) và nhóm các chỉ tiêu định tính (tuân thủ giới hạn tổng trạng thái ngoại tệ theo quy định của pháp luật, tuân thủ các quy định pháp luật về quản lý rủi ro thị trường...).

### 3. Thực trạng hiệu quả hoạt động của hệ thống NHTM Việt Nam giai đoạn 2010-2019 và tác động của đại dịch Covid-19 giai đoạn 2019-2020

#### 3.1. Thực trạng hiệu quả hoạt động của hệ thống NHTM Việt Nam giai đoạn 2010-2019

Hệ thống NHTM ở Việt Nam tăng lên về số lượng nhanh chóng và đạt đỉnh điểm năm 1996 với 51 ngân hàng (*Nguyễn Thị Diễm Hiền & cộng sự, 2014*). Theo số liệu của nhóm tác giả tổng hợp được trên website NHNN, giai đoạn 2010-2019, hệ thống ngân hàng Việt Nam được chia thành 4 nhóm chính: NHTM Nhà nước (NHTMNN), NHTM 100% vốn Nhà nước (NHTM100%VNN), NHTM cổ phần (NHTMCP) và NHTM liên doanh (NHTMLD). Trong đó phần lớn thị phần tài chính tập trung vào 4 NHTMNN là Ngân hàng Công thương Việt Nam (Vietinbank); Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank); Ngân hàng nông nghiệp và phát triển nông thôn Việt Nam (Agribank); Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV); và 10 NHTMCP là NHTMCP Kỹ Thương Việt Nam (Techcombank); NHTMCP Quân đội (MBbank); NHTMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPbank); Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB); Ngân hàng TMCP Tiên Phong (TPbank); NHTMCP Sài Gòn-Hà Nội; NHTMCP Phát triển TPHCM; NHTMCP Sài Gòn Thương tín; NHTMCP Quốc tế Việt Nam; NHTMCP Hàng hải Việt Nam, NHTMCP Sài Gòn.

#### *Chỉ số đánh giá mức độ an toàn vốn (Capital)*

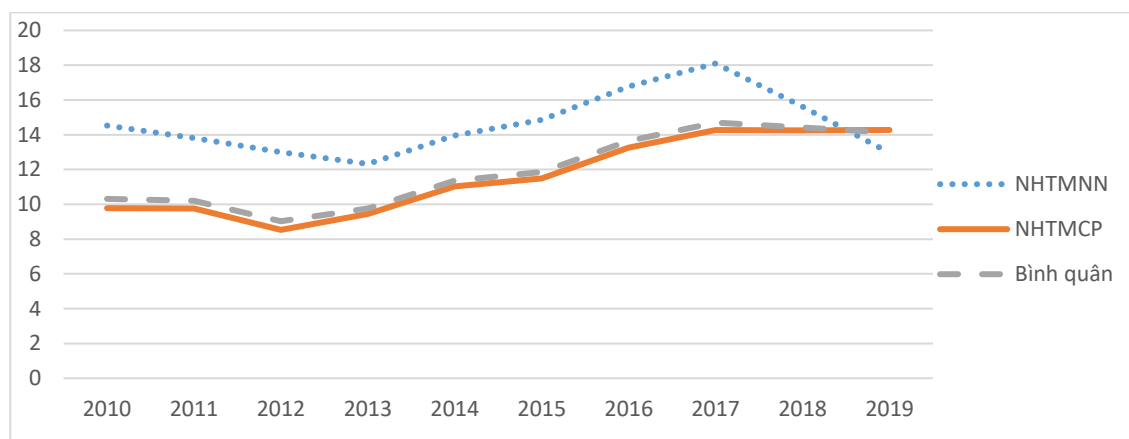
Chỉ tiêu về mức độ an toàn vốn thể hiện lượng vốn tự có dành cho hỗ trợ hoạt động kinh doanh của một ngân hàng. Một ngân hàng càng ưa thích rủi ro đồng nghĩa với đòi hỏi mức vốn tự có cao tương xứng nhằm đảm bảo bù đắp cho những tổn thất tiềm tàng. Vốn chủ yếu được coi là “tấm đệm” cho những cú sốc từ bên ngoài, hấp thụ đáng kể những tổn thất trước biểu hiện của rủi ro hoặc sự mất cân đối của nền kinh tế vĩ mô (*Mishkin, 2009*). Hai chỉ tiêu đại diện cho mức độ an toàn vốn là chỉ số an toàn vốn CAR và chỉ số Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu (LIE) để đại diện cho chỉ số mức độ an toàn vốn (*Roman & Sargu, 2013*), (*Rostami, 2015*). Tỷ lệ số LIE tính toán dựa trên báo cáo tài chính của các Ngân hàng giai đoạn 2010–2019 biến động theo Hình 2 dưới đây.

Xu hướng tỷ lệ LIE của các NHTM Việt Nam tăng dần trên cả chu kỳ (từ 10,3 lần năm 2010 lên 14,1 lần năm 2019). Mặc dù vốn cao hơn bình quân nhưng LIE của nhóm NHTMNN lại cao hơn so với trung bình ngành (đặc biệt là 18,1 lần so với 14,7 lần vào năm 2017). Điều này cho thấy các NHTMNN sử dụng rất nhiều nợ để tài trợ cho hoạt động của mình. Đồng nghĩa với việc mức lợi tức khổng lồ hằng năm kèm theo là rủi ro cực lớn. Nhưng từ năm 2018, con số này của các NHTMNN có xu hướng sụt giảm nhanh chóng (12,9 lần vào 2019). Từ 2018, NHNN siết chặt hơn nữa những quy định về chỉ tiêu



an toàn vốn. Điều này buộc các ngân hàng cần giảm thiểu lượng vay nợ đồng thời gia tăng vốn chủ nhằm đảm bảo duy trì mức rủi ro được NHNN cho phép.

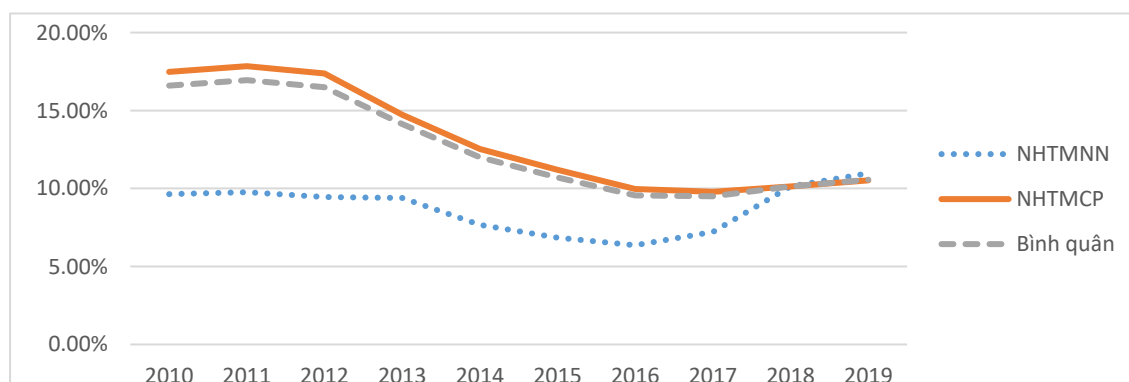
**Hình 2. Tỷ lệ Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu của các NHTM giai đoạn 2010-2019**



*Nguồn: Tổng hợp và tính toán của nhóm tác giả, 2021*

Một chỉ tiêu quan trọng trong việc xác định mức độ an toàn vốn của các NHTM là chỉ số an toàn vốn CAR. Chỉ số CAR trung bình của 27 NHTM được nhóm nghiên cứu thống kê là trên 10% (Hình 3). Phần đông các NHTM đã đạt yêu cầu về đảm bảo tỷ lệ an toàn vốn theo quy định của NHNN (điều chỉnh ở mức 8-9% trong giai đoạn này). Nhưng nhìn chung chỉ số CAR có dấu hiệu giảm nếu xét từ năm 2010 trở lại đây. Lý do là cùng với xu hướng phát triển nhanh chóng của nền tài chính 10 năm trở lại đây, tổng tài sản ngân hàng đã gia tăng nhanh chóng so với tốc độ tăng của vốn tự có. Một giá trị CAR không quá cao cũng chứng minh sự cải thiện trong khả năng quản trị rủi ro của hệ thống Ngân hàng. Dễ thấy CAR của nhóm NHTMNN thường tụt thấp so với bình quân ngành và xu hướng tăng nhẹ từ 2018, điều này phù hợp với mức ưa thích rủi ro rất cao của các NHTMNN.

**Hình 3. Hệ số CAR các NHTM giai đoạn 2010-2019**

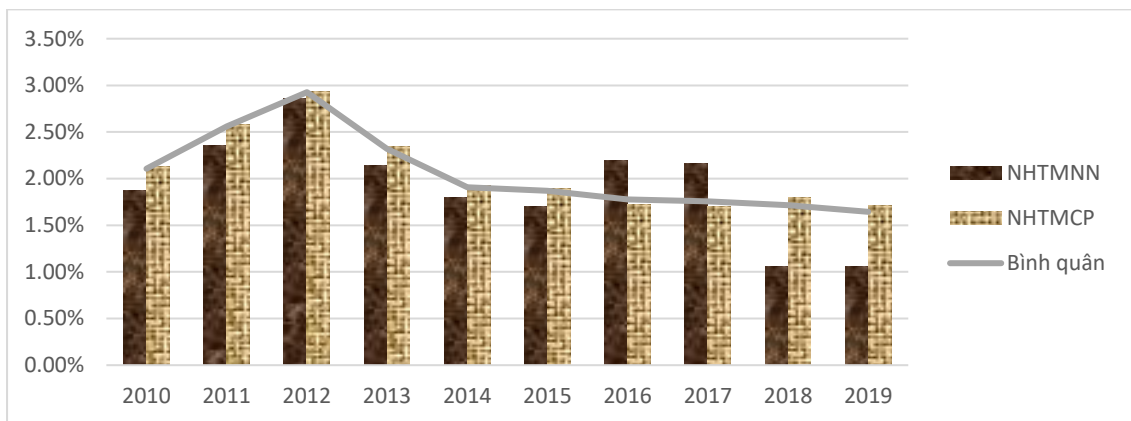


*Nguồn: Tổng hợp và tính toán của nhóm tác giả, 2021*

### Chất lượng tài sản (Asset)

Nhóm tác giả lựa chọn tỷ lệ Nợ xấu/Tổng dư nợ (NPL) là chỉ tiêu đánh giá chất lượng tài sản trong hoạt động ngân hàng (Phan Thị Hằng Nga, 2013), (Rostami, 2015). Thông thường, trong trường hợp của một ngân hàng, các khoản vay đại diện cho phần quan trọng nhất của tài sản, những nhóm nợ xấu của ngân hàng được quy định là nợ nhóm 3, 4 và 5 (Thông tư 03/2013/TT-NHNN ngày 28-1-2013 của NHNN quy định về hoạt động tín dụng). Tỷ lệ nợ xấu càng cao càng biểu hiện chất lượng tài sản của ngân hàng càng thấp. Hình 4 mô tả tình hình nợ xấu của 27 NHTM khảo sát trong giai đoạn 2010-2019.

**Hình 4. Tỷ lệ Nợ xấu/Tổng dư nợ các NHTM giai đoạn 2010-2019**



*Nguồn: Tổng hợp và tính toán của nhóm tác giả, 2021*

Tỷ lệ NPL trong 10 năm này khá ổn định, dao động ở mức 1,5-2% trong nhiều năm, duy chỉ năm 2012 tăng cao nhất lên mức 2,93%. Phần lớn các ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu cao tập trung vào nhóm ngân hàng có tính cạnh tranh không cao trên thị trường, với quy mô tổng tài sản và vốn chủ sở hữu nhỏ.

### Năng lực quản lý (Management)

Chất lượng quản lý có tầm quan trọng lớn đối với việc sự ổn định của các ngân hàng. Năng lực quản lý của ngân hàng có thể đo lường thông qua tỷ lệ Chi phí hoạt động/Tổng tài sản (OCA) (Roman & Sargu, 2013). Các ngân hàng luôn tìm cách giảm thiểu chi phí vận hành đến mức tối đa trên tổng tài sản có của mình, tức tỷ lệ này càng thấp càng chứng minh ngân hàng hoạt động có hiệu quả.

Bảng 1 cho thấy mức bình quân tỷ lệ OCA của các NHTM giai đoạn này khoảng trên 1,5%, và giá trị này của các NHTMCP nhìn chung cao hơn của các NHTMNN. Có NHTM có mức Chi phí hoạt động/Tổng tài sản cao lên đến 5,67% (2011), điều này ảnh hưởng rất lớn đến hiệu quả hoạt động và giảm thiểu đáng kể tính cạnh tranh về chất lượng dịch

vụ của ngân hàng, nhất là trong bối cảnh hội nhập. Cấu trúc chi phí trong báo cáo tài chính của các NHTM cho thấy chi phí lương và các chi phí liên quan đến nhân lực chiếm trên 50% tổng chi phí hoạt động. Điều này đi ngược lại với xu hướng toàn cầu là sự gia tăng chi phí dành cho dịch vụ khách hàng, vì khách hàng ngày càng yêu cầu ngân hàng cung cấp nhiều sản phẩm tài chính với chất lượng và hiệu quả dịch vụ tốt hơn.

**Bảng 2. Tỷ lệ Chi phí hoạt động/Tổng tài sản của NHTM giai đoạn 2010-2019**

Đơn vị: %

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>NHTMNN</b>	1,33	1,67	1,35	1,43	1,37	1,40	1,38	1,42	1,29	1,33
<b>NHTMCP</b>	1,19	1,75	1,96	1,71	1,42	1,54	1,58	1,63	2,29	1,67
<b>Bình quân</b>	1,20	1,74	1,89	1,67	1,41	1,52	1,56	1,59	2,19	1,63
<b>Max</b>	2,53	5,67	3,12	3,02	2,82	2,37	2,15	2,49	2,94	2,69
<b>Min</b>	0,47	0,82	0,79	0,96	1,01	1,62	1,49	0,77	0,92	1,38

Nguồn: Tổng hợp và tính toán của nhóm tác giả, 2021

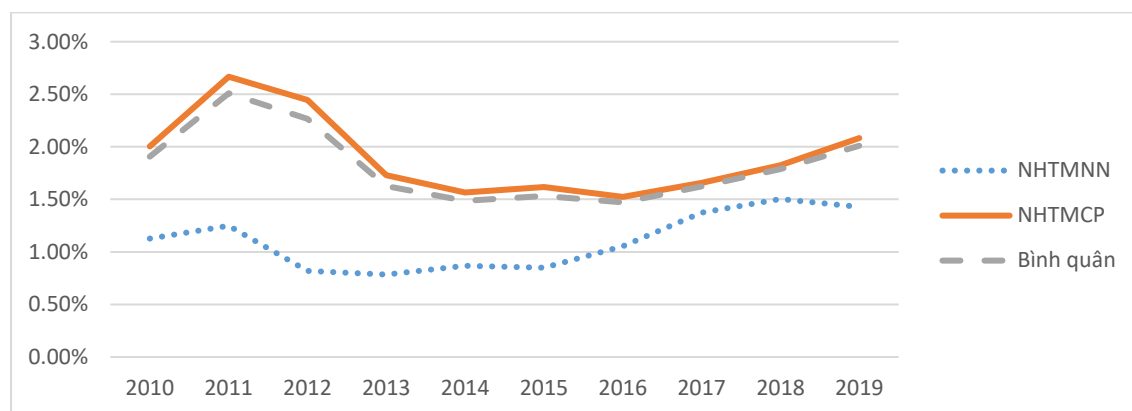
#### *Chỉ số thu nhập và mức độ sinh lời (Earnings)*

Chỉ số thu nhập và mức độ sinh lời là chỉ tiêu phản ánh kết quả hoạt động, đánh giá hiệu quả kinh doanh và mức độ phát triển của một NHTM. Hiện nay, việc đánh giá mức độ sinh lời của NHTM thể hiện qua 2 chỉ số cơ bản phổ biến: ROA và ROE (Roman & Sargu, 2013), (Phan Thị Hằng Nga, 2013).

Chỉ tiêu ROA cho phép đánh giá sức mạnh tài chính và hiệu quả của ngân hàng trong việc sử dụng các nguồn lực của mình. Khi ngân hàng càng có lợi thế tối thiểu chi phí vận hành, tối đa hóa lợi nhuận trên từng đồng tổng tài sản chứng tỏ bộ máy tài chính hoạt động càng hiệu quả. Đặc điểm chung của ngành là sử dụng đòn bẩy tài chính lớn nên mặt bằng chung ROA khá thấp. ROA bình quân dao động trong khoảng 1,5-2,5%, trong đó ROA của các NHTMNN thấp hơn so với NHTMCP trong cả giai đoạn nghiên cứu (Hình 5). Dễ hiểu bởi NHTMNN với lợi thế lượng vốn lớn từ Nhà nước, càng đẩy mạnh việc sử dụng đòn bẩy để gia tăng nghiệp vụ cho vay. Các NHTM có ROA các năm thấp (khoảng 0,6-0,7%) tập trung vào các NHTMCP đã và đang trong quá trình tái cấu trúc như SCB, NVB. Hai năm 2012-2013 là giai đoạn ROA toàn ngành xuống thấp nhất. Nguyên nhân được giải thích do hoạt động kinh doanh gặp nhiều khó khăn sau cuộc

khủng hoảng tài chính toàn cầu. Hai năm này, lãi suất thị trường được ghi nhận giảm, nhưng chi phí huy động vẫn rất cao khiến lợi nhuận sụt giảm.

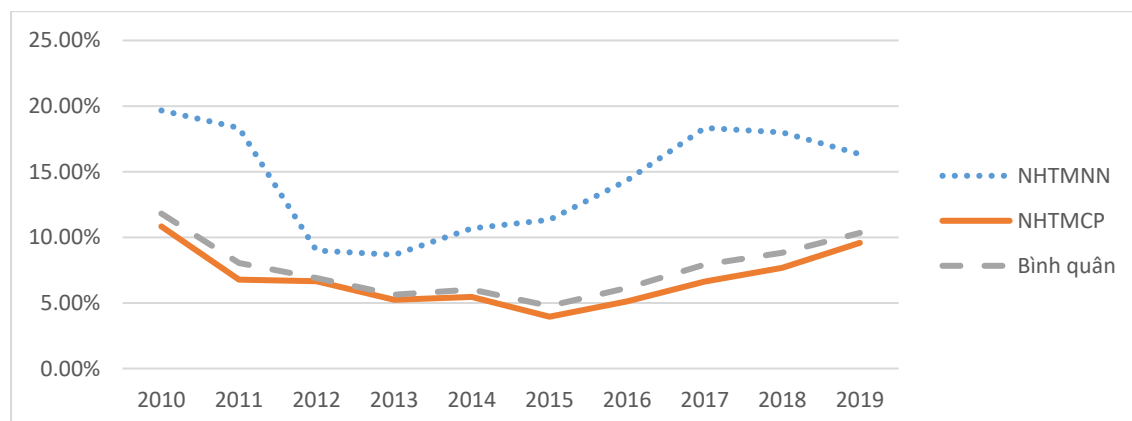
**Hình 5. ROA của các NHTM giai đoạn 2010-2019**



*Nguồn: Tổng hợp và tính toán của nhóm tác giả, 2021*

Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ROE phản ánh khả năng sinh lời của vốn tự có của ngân hàng, giá trị của chỉ số này phải được diễn giải một cách thận trọng, vì mức cao có thể nhấn mạnh khả năng sinh lời cao nhưng cũng là mức thấp vốn hóa và ngược lại. ROE của các NHTM qua các năm tương đối cao, trong đó ROE nhóm NHTMNN cao hơn hẳn phần còn lại. Tương tự như ROA, ROE cũng có xu hướng đi xuống trong giai đoạn 2012 (bình quân còn 6,91%) đến 2015 (xuống dưới 5%) (Hình 6). Năm 2015, nhiều NHTM đang trong quá trình tái cấu trúc được nhắc ở trên có ROE xuống đến dưới 1% là quá thấp.

**Hình 6. ROE của các NHTM giai đoạn 2010-2019**



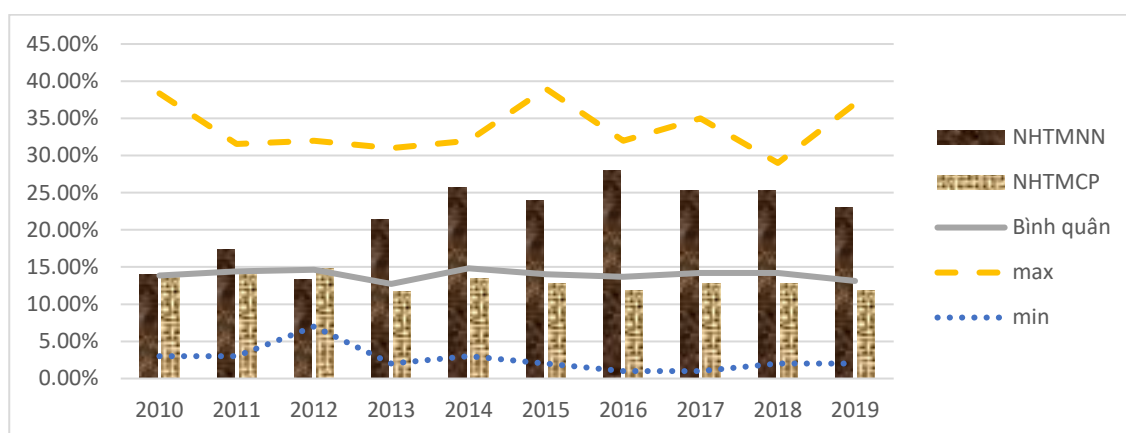
*Nguồn: Tổng hợp và tính toán của nhóm tác giả, 2021*

### Khả năng thanh toán (Liquidity)

Quản trị rủi ro thanh khoản được coi là vấn đề quản lý quan trọng hàng đầu trong hoạt động ngân hàng. Một khi một ngân hàng rơi vào thiếu hụt thanh khoản, rất nhanh chóng kéo theo là sự sụp đổ hàng loạt của hệ thống tài chính. Hai chỉ tiêu để đánh giá khả năng thanh toán của một ngân hàng là tỷ lệ Tài sản thanh khoản/Tổng tài sản (LIQ) và Tổng dư nợ cho vay/Tổng tiền gửi (LID) (Roman & Sargu, 2013), (Phan Thị Hằng Nga, 2013).

Giai đoạn 2010-2019, tỷ lệ tài LIQ của toàn ngành rất ổn định trong khoảng 14-15% (Hình 6). Từ 2010-2012 giá trị này không có sự sai biệt đáng kể giữa hai nhóm NHTMNN và NHTMCP. Từ 2013 trở về đây, nhóm NHTMNN chênh lệch rất rõ rệt, điều này khẳng định uy tín và đảm bảo thanh khoản cao của các NHTMNN trong mắt công chúng.

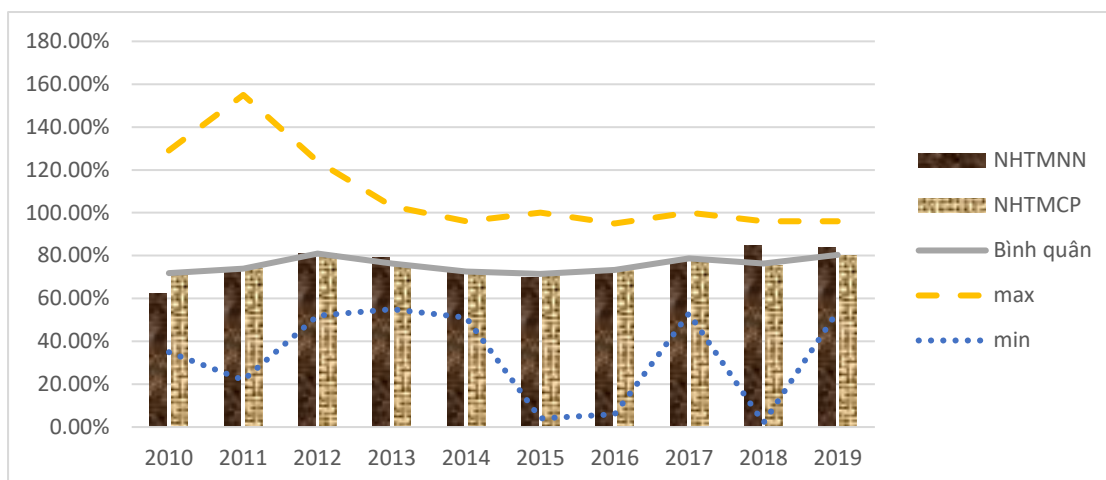
**Hình 7. Tỷ lệ Tài sản thanh khoản/Tổng tài sản các NHTM giai đoạn 2010-2019**



Nguồn: Tổng hợp và tính toán của nhóm tác giả, 2021

Tỷ lệ Tổng dư nợ cho vay/Tổng tiền gửi (LID) phản ánh khả năng chống lại các cú sốc đối với dòng tiền của các ngân hàng. Khi tỷ lệ dư nợ cho vay cao sẽ ảnh hưởng xấu đến khả năng thanh toán của các NHTM, dẫn đến nguy cơ sụp đổ hàng loạt khi khách hàng yêu cầu rút tiền bất ngờ với số lượng lớn. Hình 7 cho thấy tỷ lệ này duy trì ở mức khá cao (trên 70-80%) trong cả giai đoạn. Việc tập trung vào khoản mục cho vay có thể tạo ra một tỷ lệ sinh lời lớn hơn so với các khoản mục tài sản khác nhưng đồng thời cũng hứa hẹn một mức rủi ro lớn, điều này tuân thủ theo quy tắc đánh đổi lợi nhuận - rủi ro. Có ngân hàng còn có mức tỷ lệ này trên 100% cho thấy sự mất cân đối trong việc sử dụng vốn của ngân hàng.

**Hình 8. Tỷ lệ Tổng cho vay/Tổng tiền gửi của các NHTM giai đoạn 2010-2019**

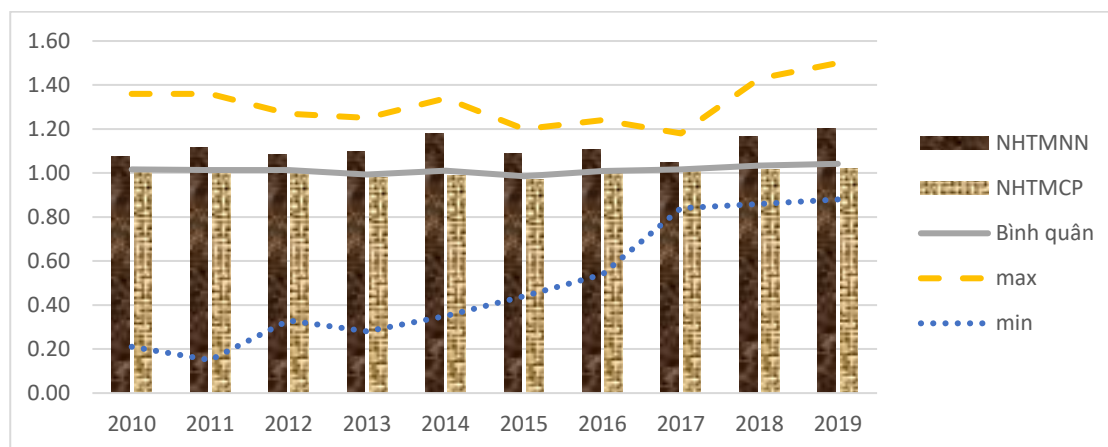


Nguồn: Tổng hợp và tính toán của nhóm tác giả, 2021

*Rủi ro thị trường (Sensitivity)*

Nếu một ngân hàng có nhiều tài sản nhạy cảm với lãi suất hơn là nợ phải trả và lãi suất tăng, biên lãi ròng của ngân hàng sẽ cải thiện; ngược lại nếu lãi suất giảm, biên lãi ròng của ngân hàng sẽ giảm xuống (Hays và cộng sự, 2009). Các ngân hàng chịu sự thay đổi bất thường của lãi suất, theo đó dấu của tỷ lệ này phụ thuộc vào chiều tăng giảm của mức lãi suất thị trường.

**Hình 9. Tỷ lệ Tài sản nhạy cảm lãi suất/Nợ nhạy cảm lãi suất của các NHTM giai đoạn 2010-2019**



Nguồn: Tổng hợp và tính toán của nhóm tác giả, 2021

Hệ số nhạy cảm lãi suất của các NHTM bình quân qua các năm đều duy trì mức lớn hơn 1 (Hình 8). Tức là về mặt lý thuyết, NHTM sẽ có lợi nếu lãi suất thị trường tăng cao, khiến chi phí trả lãi thấp hơn lợi nhuận từ lãi.

### 3.2. Tác động của đại dịch Covid-19 giai đoạn 2019-2020

*Thứ nhất*, đại dịch Covid-19 khiến hoạt động huy động vốn của các ngân hàng trở nên khó khăn hơn bao giờ hết và hoạt động cho vay giảm khi cầu tín dụng giảm. Số lượng các món vay giảm khiến lượng tài sản có rủi ro trong hệ thống NHTM giảm theo, đồng thời xu hướng nợ xấu gia tăng đáng kể. Một số ngân hàng tăng tốc phát hành trái phiếu để thu hút thêm vốn trong thời điểm dịch bệnh (*Anh Khoa, 2020*). Với các loại trái phiếu phát hành có kỳ hạn lớn hơn 5 năm sẽ đủ điều kiện để tính vào vốn cấp 2, giúp vốn tự có của các ngân hàng tăng lên và cải thiện hệ số an toàn vốn. Điều này giải thích thực trạng chỉ tiêu CAR của nhóm NHTMNN nửa đầu 2020 có sự tăng nhẹ so với trung bình 10 năm trước. Trái ngược với các NHTMNN, CAR của các NHTMCP có xu hướng giảm trong thời kỳ dịch bệnh.

**Bảng 3: Tỷ lệ CAR**

	NHTMNN	NHTMCP
Trung bình	8,75%	13,16%
Đầu 2020	10,98%	10,51%

*Nguồn: Tổng hợp và tính toán của nhóm tác giả, 2021*

*Thứ hai*, khảo sát tại 27 ngân hàng, đến năm 2020, do kinh tế chịu ảnh hưởng sâu rộng từ dịch Covid-19, báo cáo nửa đầu năm của một số ngân hàng ghi nhận tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng 2 chữ số. NPL trong nửa đầu 2020 cũng vì vậy tăng cao, chất lượng tài sản có của hệ thống ngân hàng xuống thấp, làm giảm tính ổn định trong hoạt động của cả hệ thống NHTM.

*Thứ ba*, các chỉ tiêu lợi nhuận ROA, ROE nửa đầu năm 2020 của ngân hàng ghi nhận mức giảm rất nhẹ cho dù chịu tác động của dịch bệnh. Cơ cấu nợ xấu tăng cao khiến chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của ngân hàng cũng tăng, lãi dự thu thấp bởi chính sách giãn nợ, hỗ trợ san sẻ khó khăn với khách hàng thời kỳ Covid. Không chỉ vậy, nguồn thu phí cũng bị ảnh hưởng tiêu cực khi mọi giao dịch trong nền kinh tế bị chậm lại. Phần lớn doanh thu của ngân hàng được cải thiện nhờ các dịch vụ tài chính phi tín dụng. Để thích ứng với tình hình mới, các ngân hàng đang có những chuyển hướng mạnh mẽ trong cơ cấu hoạt động bằng việc đa dạng hóa sản phẩm, dịch vụ.

**Bảng 4: Chỉ tiêu lợi nhuận ROA, ROE**

	ROA		ROE	
	NHTMNN	NHTMCP	NHTMNN	NHTMCP
Trung bình	1,11%	1,91%	14,47%	6,79%
Đầu 2020	1,08%	1,83%	13,27%	5,40%

*Nguồn: Tổng hợp và tính toán của nhóm tác giả, 2021*

*Thứ tư*, tỷ lệ Tài sản thanh khoản/Tổng tài sản (LIQ) của nhóm NNHTMNN tuy có điều chỉnh giảm nhẹ trong thời kỳ Covid, song vẫn ở mức cao hơn hẳn so với các NHTMCP. Chứng tỏ các NHTMNN luôn đảm bảo mức thanh khoản tốt nhất cho nền kinh tế dù trước nguy cơ về nhu cầu tiền mặt thường tăng lên do người dân muốn tìm kiếm phương tiện thanh toán ổn định trong giai đoạn bất ổn và khó khăn của nền kinh tế. Điều này trái ngược với các NHTMCP với khả năng quản trị rủi ro hoạt động bị đánh giá thấp hơn.

**Bảng 5: Tỷ lệ Tài sản thanh khoản/Tổng tài sản**

	NHTMNN	NHTMCP
Trung bình	21,73%	13,00%
Đầu 2020	19,89%	10,01%

*Nguồn: Tổng hợp và tính toán của nhóm tác giả, 2021*

#### 4. Một số kiến nghị

*Thứ nhất*, NHTM cần đảm bảo tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu theo chuẩn Basel II. Để thực hiện điều này, yêu cầu ngân hàng cần chú trọng xây dựng chính sách hợp lý, cân đối trong thao tác phân phối kết quả kinh doanh của ngân hàng, giữa việc chi trả cổ tức cho cổ đông và giữ lại phần lợi nhuận hợp lý để tăng quy mô vốn chủ sở hữu. Lượng vốn tái đầu tư từ lợi nhuận giữ lại này là nguồn có chi phí sử dụng thấp nhất, song nếu phân bổ không hợp lý có thể gây ảnh hưởng đến lợi ích, quyền lợi của các cổ đông. Các hoạt động mua bán và sáp nhập giữa các ngân hàng cũng cần được tăng cường, tạo ra nhiều ngân hàng có quy mô vốn lớn hơn, chuyển hướng tập trung thị phần sang các Ngân hàng ngoài vốn Nhà nước khác. Đồng thời, tái cơ cấu chức năng của NHTM theo định hướng: tách bạch chức năng của một ngân hàng đầu tư, chuyên hoạt động cho vay những khoản vay trung và dài hạn, với chức năng NHTM là tập trung vào khoản vay tiêu dùng có kỳ hạn ngắn hơn. Tách biệt như vậy có tác dụng đề phòng tình trạng tích tụ rủi ro tín dụng quá cao, dẫn đến khủng hoảng đổ vỡ ngân hàng như nhiều quốc gia trên thế giới.



*Thứ hai*, các NHTM cần chuẩn hóa quá trình đánh giá nợ xấu và đưa ra những biện pháp can thiệp cụ thể, như thực hiện rao bán các khoản nợ này hay thanh lý tài sản. NHTM nên tìm cách gia tăng chất lượng của các khoản cho vay thay vì tăng cường số lượng các khoản cho vay. Hạn chế tín dụng tăng trưởng quá nóng và củng cố các biện pháp giải quyết vấn đề nợ xấu một cách triệt để. Thực hiện các chiến lược hỗ trợ khách hàng bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh như các chính sách ưu đãi tín dụng, cơ cấu lại thời hạn trả nợ, miễn giảm các khoản lãi vay, cho vay với mức lãi suất thấp, cắt giảm chi phí hoạt động, nâng cao các khoản thu nhập ngoài lãi. Đưa ra phương hướng phòng ngừa và các mức dự phòng rủi ro đối với việc các khoản nợ xấu tăng lên.

*Thứ ba*, nhà quản trị của mỗi NHTM cũng cần nâng cao khả năng quản lý hoạt động kinh doanh. Theo kết quả kiểm định sử dụng đòn bẩy tài chính là yếu tố làm tăng tỷ suất sinh lời trên tài sản và trên vốn chủ sở hữu. Việc sử dụng đòn bẩy tài chính có tính hai mặt, nếu đòn bẩy không đủ mạnh để dự phòng cho rủi ro ước tính trước đó, sẽ làm giảm tính thanh khoản, thậm chí đẩy ngân hàng đến trường hợp mất khả năng thanh toán, dẫn đến sự sụp đổ của không chỉ một mà thậm chí là cả hệ thống ngân hàng. Theo kinh nghiệm của các nước trên thế giới, các ngân hàng hiện đại muốn duy trì được hệ thống hạ tầng cơ sở và ứng dụng công nghệ thông tin để phục vụ cho các hoạt động của mình thì hàng năm họ phải đầu tư vào công nghệ từ 3-5% tổng doanh thu hoạt động (Phan Thị Hằng Nga, 2013).

*Thứ tư*, việc đa dạng hóa nguồn thu nhập và đa dạng hóa phân bổ tài sản giúp tăng cường khả năng sinh lợi của các NHTM tại Việt Nam. Các ngân hàng nên tăng cường hoạt động ngoại bảng nhằm đa dạng hóa danh mục đầu tư của mình và do đó giảm được chi phí giám sát tốn kém cho các khoản mục nợ khó đòi. Nhận định này càng được củng cố sau biến cố đại dịch Covid-19. Ngân hàng cần chú trọng cả cung cấp và phát triển các sản phẩm và dịch vụ online như Internet Banking, gửi tiền tiết kiệm qua app... Bên cạnh việc cung cấp nhiều sản phẩm online thay thế cho các sản phẩm truyền thống, các NHTM vẫn phải đảm bảo được chất lượng dịch vụ, an toàn cho khách hàng.

### **Tài liệu tham khảo**

- Anh Khoa (2020), Huy động vốn khó, ngân hàng tích cực phát hành trái phiếu, Tạp chí tài chính, truy nhập ngày 10 tháng 4 năm 2021 tại < <https://bitly.com.vn/7e9eyx>>
- Cargili, T. C. (1989), CAMEL Ratings and the CD Market, *Journal of Financial Services Research*, 3, 347-358.
- Dincer, H., Gencer, G. & Orhan, N. (2011), A Performance Evaluation of the Turkish Banking Sector after the Global Crisis via CAMELS Ratios, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 24, 1530-1545.

- Gasbarro, D. & Sadguna, G. M., Zumwalt, J. K. (2002), The Changing Relationship Between CAMEL Ratings and Bank Soundness during the Indonesian Banking Crisis, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 19, 247–260.
- Georgios, K. & Elvis, K. (2019), Bank Value using Camels Model Evidence from Balkans Banking System, *International Research Journal of Finance and Economics*, 176, 182-195.
- Gier, W. A. (2007), *Credit Analysis Of Financial Institutions*, Euromoney Institutional Investor PLC, 2nd edition.
- Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) and Board of Governors of the Federal Reserve System (Fed) (2019), Uniform Financial Institutions Rating System, Federal Register truy cập ngày 1 tháng 3 năm 2021 < <https://bitly.com.vn/wmbnaq>>
- Hays, F. H., Lurgio, S. A. & Gilbert, A. H. (2009), Efficiency Ratios and Community Bank Performance, *Journal of Finance and Accountancy*, 1(1), 1-15.
- Hoque, R. & Rayhan, I. (2013), Efficiency Measurement on Banking Sector in Bangladesh, *Dhaka University Journal of Science*, 61(1), 1-5.
- Mishkin, F. S. (2009), *Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Addison Wesley; 2nd edition.
- NHNN (2013), Thông tư 03/2013/TT-NHNN ngày 28/1/2013 của NHNN quy định về hoạt động tín dụng của NHNN Việt Nam.
- NHNN (2018), Thông tư số 52/2018/TT-NHNN ngày 31/12/2018 của NHNN quy định xếp hạng tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài.
- Nguyễn Ngọc Tú (2018), Ứng dụng mô hình camels trong đánh giá hiệu quả kinh doanh tại ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam chi nhánh thành phố Hồ Chí Minh, Luận văn thạc sĩ, Trường ĐH Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh.
- Nguyễn Thị Diễm Hiền, Trần Thanh Vũ & Nguyễn Thị Ngọc Chung (2014), Áp dụng hệ thống xếp hạng CAMELS đánh giá hiện trạng hoạt động của các NHTM Việt Nam giai đoạn 2008-2012, *Tạp chí Kinh tế - Kỹ thuật*, 6, 34-45.
- Phan Thị Hằng Nga (2013), Năng lực tài chính của các NHTM Việt Nam, Luận án tiến sĩ kinh tế, Trường ĐH Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh.
- Roman, A. & Sargu, A. C. (2013), The impact of bank-specific factors on the commercial banks liquidity: empirical evidence from CEE countries, *Procedia Economics and Finance*, 20, 571-579.
- Rostami, H. (2015), Determination of Camels model on bank's performance, *International Journal of Multidisciplinary Research and Development*, 2 (10), 652-664.

# KỶ YẾU HỘI THẢO KHOA HỌC QUỐC GIA

ĐỊNH HÌNH LẠI HỆ THỐNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU  
VÀ CHIẾN LƯỢC CỦA VIỆT NAM

## PHẦN 6

**FINTECH**

## 54.

### TÀI CHÍNH HÀNH VI, TIẾN BỘ CÔNG NGHỆ, TRUYỀN THÔNG MẠNG XÃ HỘI VÀ CUỘC CÁCH MẠNG ĐANG DIỄN RA TRÊN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH QUỐC TẾ: BÀI HỌC CHO VIỆT NAM

Vũ Việt Quảng\*

#### **Tóm tắt**

*Bài viết thảo luận về một xu thế đang nổi lên gần đây trên thị trường tài chính quốc tế, theo đó các quỹ hedge funds lớn ở Mỹ đã “phóng tay” khi đầu cơ giá xuống cổ phiếu Tesla và GameStop. Và sau đó là câu chuyện của đồng tiền mật mã - Cryptocurrency. Cả ba câu chuyện này tựu chung cho thấy tiến bộ công nghệ và mạng xã hội ngày nay đã giúp hàng triệu nhà đầu tư nhỏ lẻ kết nối và hợp tác lại với nhau dễ dàng hơn rất nhiều so với trước đây. Và do vậy, giả định của thị trường hiệu quả đã bị thách thức nghiêm trọng bởi vì kết quả định giá sai bây giờ hoàn toàn có thể mang tính hệ thống. Chúng sẽ không triệt tiêu bù trừ lẫn nhau mà lại hỗ trợ lẫn nhau, thách thức sự can thiệp bởi các quỹ Hedge Funds trong việc hiệu chỉnh đưa giá thị trường trở về mức giá trị nội tại đúng của nó. Chính phủ các quốc gia như Hoa Kỳ, Cộng đồng chung Châu Âu ... giờ đây đã phải dần thay đổi thái độ đối với Bitcoin khi mà mong muốn độc quyền kiểm soát cung tiền tệ có vẻ như ngày càng khó thành hiện thực trước sức ép của tiến bộ công nghệ và trước thái độ bất chấp từ đám đông hàng triệu nhà đầu tư nhỏ lẻ. Bài học rút ra cho chúng ta là các nhà làm luật và các nhà điều tiết thị trường cần phải làm gì đó để đảm bảo luôn theo kịp tiến bộ của công nghệ và luôn được chuẩn bị tốt để có thể đi trước được thị trường một bước, trước khi quá muộn.*

**Từ khóa:** Tài chính hành vi, truyền thông mạng xã hội.

Nền tảng cho hoạt động của hệ thống tài chính trên thế giới trong bao năm qua luôn dựa vào niềm tin về “thị trường hiệu quả”. Theo đó, giá cả của các tài sản tài chính luôn cập nhật rất nhanh tất cả thông tin có liên quan, và cập nhật luôn sự kỳ vọng trong tương lai của nhà đầu tư về tài sản đó. Do vậy, giá cả của các loại tài sản trên thị trường tài chính luôn phản ánh giá trị nội tại đúng của nó. Và chỉ có một thứ có thể làm giá cả của tài sản vào ngày hôm sau thay đổi so với ngày hôm trước, đó phải là thứ gì đó vừa mới xảy ra

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [qvuv@ueh.edu.vn](mailto:qvuv@ueh.edu.vn)

nhưng lại nằm ngoài kỳ vọng trước đó của nhà đầu tư, hay còn gọi là “sự ngạc nhiên”. Mà như cái tên của nó, không ai có thể dự đoán được sự ngạc nhiên. Do vậy không ai có thể dự báo được chuyển động của giá cả trong tương lai của các tài sản trên thị trường tài chính, và thay đổi trong giá thị trường của chúng hoàn toàn tuân theo “bước đi ngẫu nhiên”. Đây là giả thuyết nổi tiếng mà người đề xuất ra nó, giáo sư Eugene Fama, cùng với người đại diện cho trường phái tài chính hành vi luôn thách thức giả thiết này, giáo sư Robert Schiller, đồng nhận giải Nobel Kinh tế vào năm 2013. Niềm tin về sự vận hành hiệu quả của thị trường tài chính dựa trên 3 giả định quan trọng sau đây, và chỉ cần bất kỳ giả định nào trong 3 giả định này đúng, lập tức thị trường sẽ hiệu quả:

1. Tất cả nhà đầu tư trên thị trường đều là nhà đầu tư lý trí, họ luôn điều chỉnh lại giá chứng khoán theo cách hợp lý khi thông tin mới được cập nhật. Tuy nhiên, ngay cả khi không phải tất cả nhà đầu tư trên thị trường đều là nhà đầu tư lý trí, thị trường vẫn hiệu quả nếu như:
2. Việc định giá sai giữa các nhà đầu tư **không** mang tính hệ thống, tức giữa chúng không có mối liên quan đến nhau. Hay nói cách khác, định giá sai của người này sẽ bù trừ hay triệt tiêu định giá sai của người khác, và như vậy kỳ vọng chung của tổng mức định giá sai trên thị trường bằng không. Và một lần nữa, ngay cả khi giả định này không tồn tại trên thực tế, thị trường vẫn hiệu quả nếu như:
3. Không có giới hạn cho hoạt động kinh doanh chênh lệch giá. Vì ngay cả khi định giá sai tồn tại, chỉ cần một vài nhà đầu tư hợp lý khai thác sự định giá sai này thông qua các hoạt động đầu cơ giá xuống hoặc giá lên bằng các công cụ bán khống, hợp đồng quyền chọn... định giá sai sẽ được hiệu chỉnh nhanh chóng và thị trường vẫn hiệu quả.

Ngày nay, tiến bộ công nghệ như Trí tuệ nhân tạo (Artificial Intelligence) và Máy học (Machine Learning) đã giúp giảm thiểu chi phí phân tích thông tin và thời gian cần thiết để thông tin được cập nhật vào giá thị trường. Thời gian để các quỹ đầu tư cạnh tranh nhau đưa lệnh mua bán lên hệ thống ngày nay chỉ còn tính bằng đơn vị phần trăm ngàn của giây<sup>2</sup>.

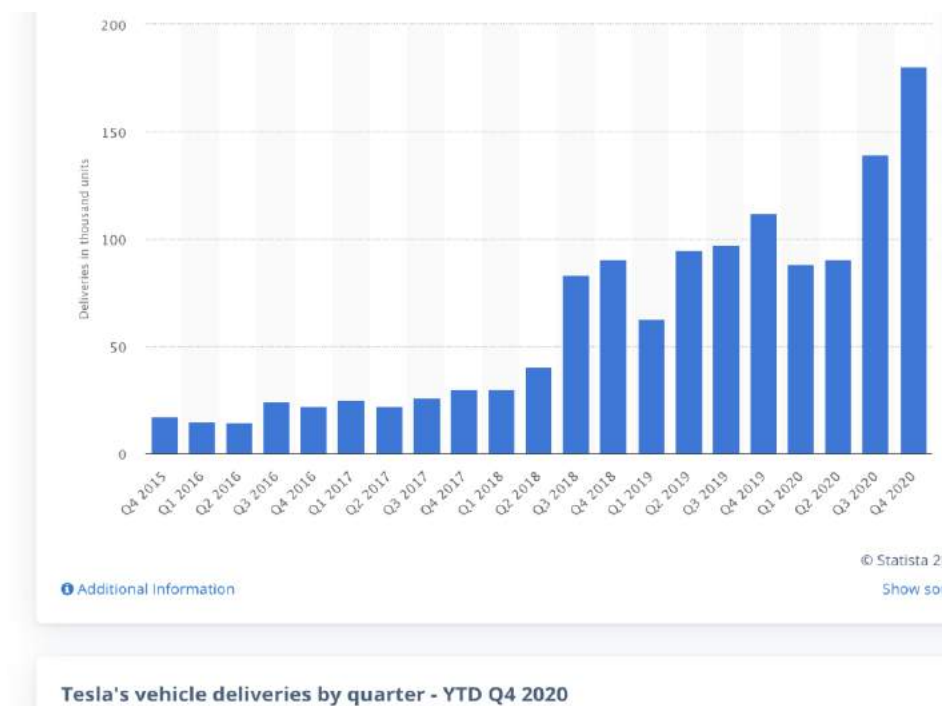
Thực tế đã cho thấy rằng hoạt động kinh doanh chênh lệch giá không phải lúc nào cũng có thể thực hiện, đặc biệt khi cảm xúc của số đông nhà đầu tư nhỏ lẻ đang rất lạc quan hay bi quan về triển vọng của một cổ phiếu nào đó, khi đó các nhà đầu tư tổ chức sẽ e ngại rủi ro và không can thiệp. Như vậy định giá sai vẫn có thể tồn tại trong khoảng thời gian nhất định. Thí dụ, các quỹ hedge fund lớn ở Mỹ vào năm 2020 đã lỗ 40 tỷ

---

<sup>2</sup> Sách giáo khoa “gối đầu giường” về đầu tư tài chính với tựa đề “Investments”, của tác giả Bodie, Kane, and Marcus, xuất bản năm 2014.

USD và lỗ đến 243 tỷ USD trong 2 năm 2019 và 2020 kết hợp, khi các quỹ này dựa vào phân tích của mình tin rằng cổ phiếu Tesla hiện đang được định giá cao nên đã tiến hành đầu cơ giá xuống. Đồ thị bên dưới cho thấy trên thực tế giá cổ phiếu Tesla không những không xuống dưới áp lực bán không, còn tiếp tục tăng cao. Các quỹ hedge funds khi đã đến lúc phải buông bỏ, và đóng vị thế bán không của mình bằng cách quay lại mua vào cổ phiếu để hoàn trả cho nhà đầu tư, điều này lại làm giá cổ phiếu dưới áp lực mua mới tiếp tục tăng nhanh hơn (Short Squeeze). Kết quả, các quỹ đầu cơ chuyên nghiệp này đã phải gánh chịu tổn thất chồng lên tổn thất. Tại sao các quỹ đầu cơ lại bị “phông tay” trong trường hợp của Tesla? Hình 1 bên dưới cho thấy doanh số bán xe điện thông minh của Tesla trong thời gian gần đây vẫn đang tăng trưởng khá tốt, mặc dù vẫn chiếm tỷ trọng khiêm tốn so với thị phần của xe hơi truyền thống. Và quan trọng hơn, các nhà đầu tư tổ chức có thể lo ngại rằng sớm muộn các đối thủ cạnh tranh từ các công ty công nghệ hàng đầu khác của Mỹ như Apple, Google v.v... hoặc từ Đức, Nhật, Hàn Quốc, Trung Quốc... sẽ đuổi kịp và đe dọa vị thế độc tôn của Tesla. Và khi đưa kỳ vọng này vào trong mô hình phân tích và định giá, có vẻ như giá cổ phiếu Tesla hiện tại đang bị thổi phồng bởi cảm xúc hồ hởi quá mức của hàng triệu các nhà đầu tư nhỏ lẻ, phần lớn là các “big fan” của Tesla trên thị trường.

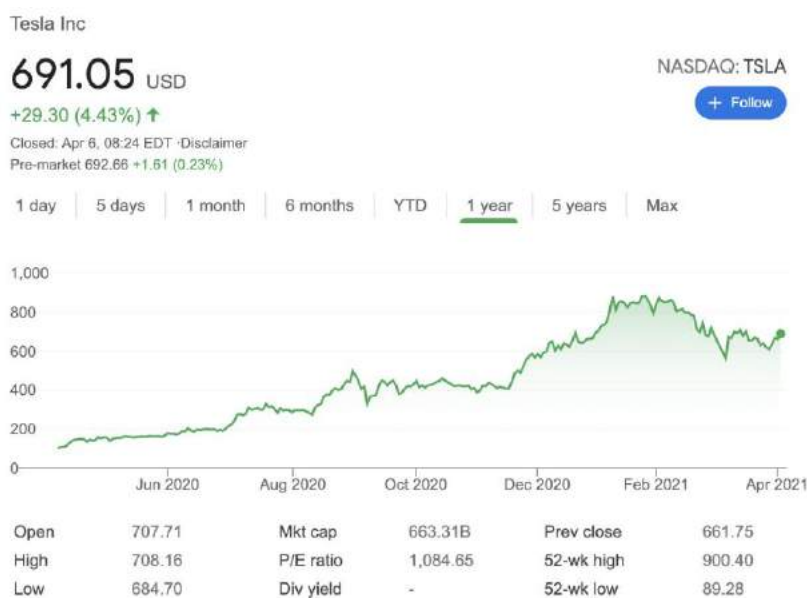
**Hình 1. Số lượng xe điện bán ra của Tesla trong năm 2020**



Nguồn: <https://www.statista.com/>

Hình 2 cho thấy, cổ phiếu Tesla từ khi ra mắt nhà đầu tư lần đầu tiên trên thị trường vào năm 2010, chỉ có giá ở mức hơn 20 USD, nhưng sau đó đã tăng đến 200USD vào năm 2014, và gần 600USD vào năm 2020. Và chỉ trong thời gian rất ngắn vài tháng sau đó, đã tăng kỷ lục lên đến đỉnh điểm là 800USD, đưa nhà sáng lập Elon Musk trở thành người giàu nhất thế giới vào tháng 1-2021. Tuy nhiên sau đó vài tuần, vào ngày 8-2-2021, quyết định đầu tư 1,5 tỷ USD của Tesla vào Bitcoin đã làm giá cổ phiếu công ty này giảm hơn 20% chỉ trong 3 tuần, tính đến cuối tháng 2-2021, trở về mức hơn 600USD, bất chấp Tesla đã lời hơn 1 tỷ USD từ thương vụ này. Theo Bloomberg việc đầu tư vào Bitcoin được đồn đoán rằng Tesla đang “tuyệt vọng” chăng?

**Hình 2. Giá cổ phiếu của Tesla trong năm 2020 và nửa đầu năm 2021**



Nguồn: NASDAQ

Các nhà phân tích hàng đầu tại ngân hàng đầu tư Barclays đã công bố nghiên cứu cho thấy thành quả của cổ phiếu Tesla có kết nối rất rõ với những bình luận của hàng triệu cổ đông nhỏ lẻ là thành viên tham gia diễn đàn WallstreetBets trên trang mạng thảo luận đầu tư nổi tiếng Reddit. Và rất nhiều nghiên cứu khác công bố bằng chứng cho thấy vào ngày 27-1-2021, khi Elon Musk đăng dòng tweet “Gamestonk” đưa 43 triệu người theo dõi của mình trên Tweeter cùng với đường link dẫn họ đến diễn đàn Wallstreetbets, lập tức giá cổ phiếu của GameStop đã tăng đến 60% vào cuối ngày. Elon Musk không ưa thích các quỹ hedge funds là điều đã rõ, nhưng kết quả này đáng ngạc nhiên. Nó cho thấy tiến bộ công nghệ và mạng xã hội đã giúp cả triệu nhà đầu tư nhỏ lẻ cộng tác lại với nhau dễ dàng hơn rất nhiều so với trước đây. Và như vậy giá định thay thế thứ hai của thị trường hiệu quả đã bị thách thức nghiêm trọng, bởi kết quả

định giá sai bây giờ hoàn toàn có thể mang tính hệ thống, và chúng sẽ không triệt tiêu bù trừ lẫn nhau mà lại hỗ trợ lẫn nhau, thách thức sự can thiệp bởi các quỹ Hedge Funds trong việc hiệu chỉnh đưa giá thị trường trở về mức đúng của nó.

Câu chuyện thứ hai là về cổ phiếu GameStop. Trên khắp nước Mỹ, GameStop là nơi người tiêu dùng mua bán các trò chơi điện tử. Tuy nhiên đối với hàng triệu cổ đông nhỏ lẻ trên diễn đàn Wallstreetbets, cổ phiếu công ty này lại trở thành chiến trường chống lại tầng lớp giàu có, còn được gọi là “tầng lớp 1%”, với mục đích có thể để lấy tiền của người giàu chia cho nghèo chăng? Cổ phiếu công ty này trong thời gian rất dài chỉ đứng ở dưới mức 20USD. Thành quả hoạt động của công ty này không có gì nổi bật, ngay cả hàng triệu nhà đầu tư nhỏ lẻ cũng hiểu điều đó. Đồ thị bên dưới cho thấy giá cổ phiếu GameStop khởi đầu chỉ gần 17USD vào tuần đầu tháng 12-2020, và cuộc chiến chống lại các quỹ hedge funds có vẻ như được lấy cảm hứng từ phong trào “xâm chiếm phố Wall - occupy wall street (OWS)” ra đời trước đó, không hẳn hoàn toàn vì anh chàng Keith Gill<sup>3</sup>, đã đứng ra lôi kéo và truyền cảm hứng cho hàng triệu nhà đầu tư “tầng lớp 99%” đi theo mình đại náo thị trường tài chính. Thông qua ứng dụng Robinhood, hàng triệu nhà đầu tư “tầng lớp 99%”, thậm chí nhiều nhà đầu tư trong số đó đã sử dụng 600USD tiền cứu trợ dịch bệnh Covid-19 của chính phủ Mỹ để tham gia đầu tư vào quyền chọn mua đầu cơ giá lên, làm đối trọng với quyền chọn bán và hợp đồng bán khống để đầu cơ giá xuống các quỹ hedge funds đang thực hiện. Kết quả, sức mạnh từ đám đông cuồng nhiệt đã thắng, giá cổ phiếu GameStop tăng gần 1.700% hay tăng lên đến mức 383USD vào 2 tháng sau đó, và hơn 30 tỷ USD đã được các nhà đầu tư tham gia diễn đàn “Reddit” và Wallstreetbets trên khắp thế giới đổ vào thị trường chỉ nội trong ngày 27-1-2021. Quỹ đầu tư Malvin là quỹ hedge fund chủ chốt tham gia đầu cơ giá xuống cổ phiếu GameStock đã lỗ đến 53% giá trị tài sản của mình, và tính đến đầu tháng 2-2021, các quỹ đầu cơ tổng cộng đã lỗ đến 13 tỷ USD, cũng một phần do hiệu ứng “Short Squeeze”. Tuy nhiên sau đó chỉ trong chưa đầy 1 tháng, vào ngày 19-2-2021 giá cổ phiếu của GameStop đã trở về mức 41USD, và hiện tại khi bài viết này được thực hiện là 186USD, vẫn còn cao rất nhiều so với giá trị thực cổ phiếu của công ty này. Các quỹ đầu cơ hedge funds hầu hết đã đóng vị thế đầu tư giá xuống của mình đối với cổ phiếu GameStop. Họ đã thất bại thảm hại vì không lường trước được sức mạnh cùng lúc của hàng triệu nhà đầu tư nhỏ lẻ được kết nối qua các diễn đàn trên

---

<sup>3</sup> Người cha đơn thân 34 tuổi, chỉ với một máy tính cá nhân, ngồi làm việc một mình dưới căn hầm của một căn nhà nhỏ ở ngoại ô Boston, được cho là lôi kéo đám đông hàng triệu nhà đầu tư trên các trang diễn đàn mạng xã hội, thuyết phục họ hãy đầu cơ giá lên đối với cổ phiếu GameStop chống lại các quỹ đầu cơ hedge funds, tạo ra cơn sốt giá cổ phiếu GameStop hiếm có trong lịch sử, bất chấp nỗ lực đầu cơ giá xuống của các quỹ này. Keith Gill và CEO của Robinhood là những người đã phải ra điều trần trước quốc hội Mỹ vào ngày 18/02/2021 về trách nhiệm đối với thảm họa bất ổn mang tính lịch sử này trên thị trường tài chính Mỹ.



mạng xã hội. Hệ quả là định giá sai vẫn ngang nhiên tồn tại. Trong khoảng thời gian này sự chao đảo của giá cổ phiếu GameStop đã lật đổ bất cứ khái niệm nào về thị trường hiệu quả.

Bây giờ chúng ta hãy quay trở lại giải Nobel Kinh tế năm 2017 được trao cho nhà nghiên cứu hàng đầu khác về tài chính hành vi là giáo sư Richard Thaler, khi nội dung nghiên cứu của ông có thể giúp giải thích câu chuyện GameStop, ngoại trừ tác động cộng hưởng rất lớn ngoài dự kiến đến từ công nghệ và mạng xã hội. Luật chứng khoán của Mỹ đã ghi rất rõ: khuyến khích tất cả công dân tham gia đầu tư trên thị trường. Và vì luật đã nói rõ ràng như vậy, và cũng như nhờ vào sự phát triển của công nghệ, trong vài năm gần đây rất nhiều các nền tảng ứng dụng trên điện thoại di động dành cho các nhà đầu tư nhỏ lẻ như Robinhood, WeBull... đã ra đời. Sự thành công vang dội của Robinhood đến từ những cái ứng dụng này làm được, khi trước đó ngay cả các công ty chứng khoán lớn nhất của Mỹ như Fidelity và TD Ameritrade cũng không thể làm được, đúng như lời quảng cáo ứng dụng của họ là một cuộc cách mạng trên thị trường tài chính (Financial Market revolution). Nền tảng ứng dụng Robinhood cho phép nhà đầu tư bất kể ở quy mô vốn nhỏ như thế nào, thậm chí chỉ với vài USD cũng có thể mua cổ phiếu Apple giá trị đến cả ngàn USD thông qua công nghệ hùn hạp đầu tư ngang hàng. Việc đầu tư vào hợp đồng quyền chọn để đầu cơ giá lên hoặc xuống không còn là công cụ đầu cơ đặc quyền của các quỹ đầu tư cao siêu phức tạp như “hedge funds”, mà nó trở nên vô cùng dễ dàng và tiện lợi cho các nhà đầu tư nghiệp dư hơn bao giờ hết. Quan trọng nhất là tất cả giao dịch đầu tư mua bán cổ phiếu thông qua nền tảng Robinhood hoàn toàn miễn phí. Công nghệ Fintech trên Robinhood có thể giúp nhà đầu tư cá nhân nhỏ lẻ vay mượn ngang hàng trên thị trường rất dễ dàng và nhanh chóng, ở mức chi phí thấp nhất có thể. Thông tin về nền kinh tế, về thị trường luôn được cập nhật tức thời, được phân tích nhanh chóng và diễn đạt dễ hiểu cho người sử dụng. Giao diện trên điện thoại cá nhân vô cùng thân thiện, dễ thao tác và giúp đưa lệnh lên hệ thống nhanh chóng ngay cả cho người chơi chứng khoán lần đầu tiên...

Từ sự phát triển và thành công của các nền tảng ứng dụng đầu tư trên điện thoại di động như Robinhood, hàng triệu nhà đầu tư nhỏ lẻ thậm chí đang thất nghiệp và đang hưởng trợ cấp xã hội, đã bị lôi cuốn vào thị trường chứng khoán và cùng lúc bị lôi cuốn tham gia các diễn đàn đầu tư như Wallstreetbets trên trang mạng Reddit, với hy vọng có thể nhanh chóng nhận được lời khuyên hữu ích từ đám đông và nhanh chóng làm giàu= không cần phải làm việc chăm chỉ. Đám đông nhà đầu tư nhỏ lẻ này bây giờ, nhờ công nghệ và mạng xã hội, đã có thể dễ dàng liên kết lại với nhau tạo thành sức mạnh khổng lồ đối trọng hoàn toàn với hoạt động đầu tư các quỹ Hedge Funds, thách thức tính hiệu quả của thị trường. Đây là điều chỉ vài năm trước đây hoàn toàn không tồn tại.

### Hình 3. Bất ổn và sự gia tăng đến kinh ngạc của giá cổ phiếu GameStop trong những tháng cuối năm 2020 và đầu năm 2021



Nguồn: NYSE.com

Bên cạnh câu chuyện của GameStop, chúng ta cũng có câu chuyện khác quan trọng hơn, là câu chuyện của Cryptocurrency, mà đại diện lớn nhất của nó là Bitcoin với giá trị thị trường hiện tại chỉ cho 1 đồng Bitcoin hơn 58.000USD, so với đồng Ethereum anh em của nó chỉ có giá gần 2.000USD. Đã từ lâu Bitcoin đã được sử dụng như là đồng tiền kỹ thuật số và không được công nhận bởi chính phủ các quốc gia trên thế giới. Ngay cả Na Uy, quốc gia có mức độ sử dụng tiền kỹ thuật số cao nhất thế giới, lên đến 96% tất cả giao dịch thanh toán trong nền kinh tế, cũng ngăn cấm và không công nhận Bitcoin. Tuy nhiên trong thời gian gần đây, các chính phủ, định chế tài chính và các công ty lớn tại các quốc gia phát triển cao nhất như Hoa Kỳ, Canada, Úc, Cộng đồng chung châu Âu, Phần lan... đã thay đổi thái độ và dần công nhận sự tồn tại của nó. Tuy nhiên nó vẫn bị cấm gần như hoàn toàn tại Trung Quốc, Nga, Bolivia, Ecuador và Việt Nam. Lý do? Mặc dù việc sử dụng Bitcoin và Ethereum trong thanh toán và trong giao dịch chuyển tiền rất tiện lợi, hiệu quả, an toàn và hoàn toàn ẩn danh. Nếu bạn thanh toán bằng thẻ tín dụng khi đi ăn tại một nhà hàng nhỏ giữa đêm khuya ở đồng quê heo hút hẻo lánh, lập tức và một cách tự động, sẽ có bên thứ ba can dự và chính phủ sẽ theo dõi được mục đích và giao dịch của bạn. Nhưng với Cryptocurrency không thể. Đó là lý do chính yếu nhất tại sao chính phủ các nước không thích Bitcoin vì họ sẽ không thể kiểm soát được các giao dịch ngầm và chuyển tiền bất hợp pháp hỗ trợ cho các hoạt động chính trị gây bất ổn hay khủng bố.

**Hình 4a. Thay đổi giá thị trường của đồng tiền Bitcoin trong năm 2020-2021**



**Hình 4b. Thay đổi giá thị trường của đồng tiền Ethereum trong năm 2020-2021**



*Nguồn: Coindesk.com*

Hơn nữa, các chính phủ, NHTW và bộ tài chính tại mọi quốc gia đều ưa thích sự độc quyền trong việc kiểm soát cung tiền và không muốn mất đi một công cụ hiệu quả trong điều hành nền kinh tế vĩ mô theo cách thức truyền thống lâu đời. Họ không muốn nhìn thấy loại tiền tệ họ rất khó kiểm soát nhưng hoạt động của nó lại cạnh tranh với sự độc quyền này. Chính phủ các quốc gia sẽ vẫn đặt Cryptocurrency ra ngoài vòng pháp luật chừng nào họ vẫn chưa thể chế ngự được nó vì lo ngại mọi thứ sẽ vượt ngoài tầm

kiểm soát của mình. Tuy nhiên, trong thời gian gần đây câu chuyện này đã thay đổi. Hình 4a và 4b cho thấy giá trị thị trường của Bitcoin đã tăng trưởng nhanh đến chóng mặt sau khi chính phủ Hoa Kỳ, Canada, Úc, và các quốc gia châu Âu, các doanh nghiệp và ngân hàng lớn ở Mỹ buộc phải thay đổi thái độ và dần công nhận bitcoin, dẫn đến giá đóng cửa ngày 6/4/2021 gần 59.000USD cho 1 đồng Bitcoin so với mức giá chỉ hơn 7.000USD đầu năm 2020, hay đã tăng 740% chỉ trong thời gian ngắn.

Mặc dù vậy, sự thay đổi thái độ này có phần miễn cưỡng khi chính phủ các quốc gia giờ đã hiểu rằng nếu không chống được nó hãy cố gắng sống chung với nó. Jerome Powell, chủ tịch hiện tại của Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ - FED, tại hội nghị ngân hàng điện tử gần đây nhất, ngày 22/3/2021, đã liên tục lặp lại lời cảnh báo cho nhà đầu tư: *“Tiền mật mã như Bitcoin có giá trị thị trường rất bất ổn, và do vậy nó không thể có vai trò là nơi lưu giữ giá trị tài sản của bạn và hơn thế nữa giá trị của nó không được hỗ trợ bởi bất cứ thứ gì!”*. Các nhà kinh tế học và những nhà đầu tư hàng đầu thế giới cũng đều lên tiếng ủng hộ sự ngăn cản này. Robert Schiller, giải Nobel Kinh tế 2013, Joseph Stiglitz, giải Nobel kinh tế 2001, Richard Thaler, cha đẻ của trường phái Tài chính hành vi, đoạt giải Nobel Kinh tế 2017, đều cho rằng *“không thể hiểu tại sao mọi người vẫn cứ đầu tư vào một loại tiền tệ bất ổn đến như vậy. Giá trị nội tại của đồng tiền này không đến một ngàn USD. Hãy tránh xa đồng tiền này và đây là lời khuyên tốt nhất của tôi!”*. Bill Gates, Warren Buffet đã nói rõ rằng: *“với các loại tiền mật mã hiện đang lưu hành, tôi có thể nói với sự chắc chắn cao nhất rằng, loại tiền này sẽ có một kết thúc tệ hại và ông ví von nó như là “thuốc độc cho chuột - rat poisson”*. Ray Dalio, nhà sáng lập quỹ đầu cơ hedge fund lớn nhất thế giới có tên là Bridgewater Associates, đã nói rõ trên website của quỹ này vào tháng 1-2021 rằng *“rủi ro lớn nhất của Bitcoin chính là khả năng nó được chấp nhận, bởi vì ngay cả khi nó thật sự thành công thì chính phủ các quốc gia sẽ hủy diệt nó ngay lập tức và họ có rất nhiều quyền lực để có thể làm được điều đó”*. Và quan trọng nhất là ông cũng tiên đoán rằng sớm muộn cách mạng công nghệ sẽ cho ra đời loại tiền điện tử ưu việt hơn Bitcoin và nó sẽ ngay lập tức thay thế Bitcoin, và đó là rủi ro lớn nhất của Bitcoin. Và lời khuyên ông đưa ra là *“hãy học theo Warren Buffet: đừng bao giờ đầu tư vào bất cứ thứ gì mà bạn không hiểu rõ”*. Tuy nhiên mặc cho lời cảnh báo từ tất cả tên tuổi lớn, hàng triệu nhà đầu tư nhỏ lẻ khắp thế giới, thông qua các diễn đàn đầu tư và mạng xã hội như Reddit, vẫn đồng hành với Bitcoin và quyết tâm làm cuộc cách mạng trên thị trường tài chính. Tại các cuộc thảo luận trên các diễn đàn mạng, thuật ngữ DeFi (decentralized finance và democratization of finance) đã ra đời và được đám đông tung hô chào đón hết sức nhiệt liệt. Trên tinh thần của những khẩu hiệu này, tất cả sản phẩm tài chính phải được mở rộng cửa để mọi người có thể đầu tư dễ dàng, thay vì phải thông qua các trung gian tài chính như ngân

hàng và công ty môi giới như trước đây. Các công cụ tài chính sẽ được giao dịch trên mạng lưới blockchain công cộng phi tập trung (public decentralized blockchain network), theo đó các giấy tờ chứng minh nhân thân như căn cước công dân, hộ chiếu, địa chỉ thường trú... sẽ trở nên không cần thiết khi giao dịch trên DeFi. Tất cả giao dịch giữa các bên sẽ là giao dịch ngang hàng và ẩn danh. Bitcoin và nền tảng Blockchain của nó cũng đã rất thành công khi đã chứng minh rằng, cho đến nay hệ thống này vẫn tuyệt đối an toàn và chưa ai có thể “hack”. Cuộc chiến bất cân xứng giữa chàng tí hon David và người khổng lồ Goliath vẫn tiếp tục và lợi thế đang nghiêng dần về những nhà đầu tư nhỏ lẻ, với sự giúp sức của tiến bộ công nghệ và mạng xã hội. Họ đã cho thấy sức mạnh của mình và tiếng nói của họ phải được lắng nghe. Chính phủ các nước có hệ thống tài chính và khả năng quản lý tốt nhất như Hoa Kỳ, Canada, Úc, Cộng đồng chung châu Âu bây giờ đã phải thay đổi thái độ đối với Bitcoin, khi mong muốn độc quyền kiểm soát cung tiền tệ có vẻ như ngày càng khó thành hiện thực. Và trước sức ép của tiến bộ công nghệ, trước thái độ phản kháng và bất chấp từ đám đông hàng triệu nhà đầu tư nhỏ lẻ, giờ đây “tầng lớp 99%” đã trở nên một lực lượng hết sức đáng gờm nhờ khả năng tạo sự liên kết mạnh mẽ thông qua truyền thông mạng xã hội.

### **Bài học cho Việt Nam**

Tiến bộ công nghệ và truyền thông mạng xã hội đã dẫn đến cuộc cách mạng toàn diện trên thị trường tài chính. Fintech, trí tuệ nhân tạo và máy học đã giúp giảm thiểu chi phí phân tích thông tin, thúc đẩy nhanh chóng tính hiệu quả của thị trường, nhưng đồng thời nó cũng giảm chi phí giao dịch về zero và khuyến khích hàng triệu nhà đầu tư nhỏ lẻ, những người trước đây gần như không thể, bây giờ hoàn toàn có thể tham gia đầu tư trực tiếp trên thị trường, thay vì thông qua các định chế tài chính như quỹ hỗ tương, quỹ ETF... với chi phí đắt đỏ. Phân biệt giàu nghèo ngày càng khốc liệt đã tạo ra động lực chính trị không đúng chỗ, dẫn đến cuộc chiến ngầm giữa hàng triệu nhà đầu tư nhỏ và những thế lực lớn trên thị trường, bao gồm luôn trong đó chính phủ và các nhà đầu tư giàu có, đe dọa nghiêm trọng tính hiệu quả và ổn định của thị trường tài chính.

Thị trường tài chính này nay đã thay đổi rất nhiều và thay đổi vô cùng nhanh chóng. Nhiệm vụ nặng nề và quan trọng nhất bây giờ thuộc về các nhà làm luật để có thể kịp thời điều tiết sự hiệu quả của thị trường, sửa sai vấn đề tận gốc, không phải chỉ là chữa cháy phần ngọn của nó. Khi Bitcoin mới ra đời và dần trở nên phổ biến, chính phủ các quốc gia khắp thế giới đã quyết liệt chống lại nó giống như cách thức chính phủ Mỹ đã cấm giao dịch mua bán vàng vào những năm của thập niên 1930’s, khi thị trường tài chính và nền kinh tế Mỹ đang lâm vào khủng hoảng. Các nhà đầu tư đã điều chuyển dòng vốn ít ỏi và quý giá của nền kinh tế đang thoi thóp vào một tài sản “không có hữu ích gì” là vàng. Dĩ nhiên sau đó chính phủ Mỹ đã phải sửa sai khi hiểu rằng vàng, bản

thân nó không có lỗi mà lỗi do chính phủ không quản lý tốt nền kinh tế như lẽ ra phải làm được. Câu chuyện này cũng giống như ở đất nước chúng ta những năm 1980, thời kỳ “giá lương tiền”, khi chính phủ đã bỏ ra rất nhiều nỗ lực để truy vết ai là người đứng đằng sau làm cho giá vàng tăng liên tục? mà thật ra đơn giản do lạm phát và thiếu niềm tin vào giá trị tiền đồng tại thời điểm đó nên người dân chuyên qua giữ vàng, đẩy giá vàng tăng phi mã. CEO của Robinhood đã trở thành tội đồ khi vào thời điểm căng thẳng nhất trên thị trường đã phải quyết định tạm đóng, ngăn không cho các nhà đầu tư tiếp tục giao dịch cổ phiếu GameStop, cùng vài cổ phiếu khác cũng đang dậy sóng do tác động từ các nhà đầu tư “Reddit”, như cổ phiếu của công ty AMC. Có thể Robinhood lúc đó đã phải chịu sức ép khủng khiếp từ rất nhiều phía để có thể đưa ra được quyết định khó khăn mang tính “chữa cháy” như vậy, vì hệ quả Robinhood phải gánh sau đó sẽ là rất tệ hại. Như vậy bài học rút ra là các nhà làm luật và nhà quản lý cần phải làm gì đó để đảm bảo luôn theo kịp tiến bộ của công nghệ và luôn được chuẩn bị để đi trước thị trường một bước. Đây là nhiệm vụ không hề dễ dàng. Điều tiết như thế nào và có hợp lý không khi một vài quỹ hedge Funds công khai liên kết lại với nhau để cùng đầu cơ giá xuống có thể sẽ bị tuýt còi bởi SEC vì đã lũng đoạn thị trường. Nhưng qua câu chuyện cổ phiếu GameStop, khi hàng triệu nhà đầu tư nhỏ lẻ công khai kêu gọi nhau liên kết lại trên các diễn đàn mạng xã hội để “Occupy WallStreet”, tạo sự liên kết để quyết tâm chống lại các quỹ hedge funds, ngay cả khi những nhà đầu tư Reddit này đều biết là giá trị đúng của cổ phiếu GameStop không thể có giá trị quá vài chục USD, SEC lại ngó lơ? Tại sao hàng triệu nhà đầu tư lại có động lực cố gắng liên kết, động viên nhau để nắm giữ vị thế đầu cơ giá lên cho đến “hoi thở cuối cùng”? Vì nếu họ thắng thì thua lỗ rất lớn của các quỹ đầu cơ sẽ là lợi nhuận của họ, những nhà đầu tư nhỏ lẻ. Vì đơn giản họ muốn chống lại “tầng lớp 1%”, lấy của người giàu chia cho người nghèo chẳng? Và nếu điều này tiếp tục xảy ra trong tương lai nó sẽ đe dọa cơ chế hiệu quả của thị trường trong việc hiệu chỉnh định giá sai. Hoạt động đầu tư của các định chế tài chính giờ đây sẽ gặp khó khăn hơn trước rất nhiều, chi phí sẽ tăng cao và điều này thách thức nghiêm trọng tính hiệu quả và ổn định của thị trường tài chính, và kéo theo đó sẽ là sự phát triển và ổn định của cả nền kinh tế của các quốc gia.

### **Tài liệu tham khảo**

- Avie Schneider, January 28 2021, “*GameStop Mania: Why Everyone Is Talking About It And Many Are Worried*”, [www.npr.org](http://www.npr.org)
- Bhargav Acharya, February 10, 2021, “*Reddit user claiming to be Tesla insider now says bitcoin post were not true*”, [www.reuters.com](http://www.reuters.com)
- Lukas Strobl, January 28 2021, “*Five Things You Need to Know to Start Your Day*”, [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

- Bob Pisani, January 28 2021, “*Here’s what behavioral finance has to say about Waal Street’s short squeeze*”, [www.cnbc.com](http://www.cnbc.com)
- Eliza Collins, February 18 2021, “*Who Are Keith Gill and Other Key Players at the GameStop Hearing?*”, [www.wallstreetjournal.com](http://www.wallstreetjournal.com)
- Jeffrey Frankel, February 3 2021, “*David vs Goliath narrative in GameStop story has serious flaws*”, [www.theguardian.com](http://www.theguardian.com)
- Julia-Ambra Verlaine and Gunjan Banerji, January 29 2021, “*Keith Gill Drove the GameStop Reddit Mania. He Talked to the Journal*”, [www.wsj.com](http://www.wsj.com)
- Nouriel Roubini, March 3, 2021, “*Bitcoin and Robinhood will end badly for those who can least afford it*”, [www.theguardian.com](http://www.theguardian.com)
- Rana Foroohar, February 7, 2021, “*The biggest lesson of GameStop*”, [www.financialtimes.com](http://www.financialtimes.com)
- Shivdeep Dhaliwal, February 24, 2021, “*Tesla Stock Performance and WallStreetBets Mentions Have A “Real Connection: Barclays*”, [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)
- Taylor Locke, March 26 2021, “*The government’s outlawing bitcoin is a good probability*”, [www.cnbc.com](http://www.cnbc.com)
- Victor Tangermann, “*Elon Musk Directs His 43 Million Followers to WallStreetBets*”, [www.futurism.com](http://www.futurism.com)
- Zameena Mejia, July 17, 2021, “*Why Nobel laureate Richard Thaler follows Warren Buffet’s advice to avoid bitcoin*”, [www.cnbc.com](http://www.cnbc.com)

55.

## LỢI NHUẬN VÀ RỦI RO CỦA BITCOIN, VÀNG, DOLLAR: BẢNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TỪ MÔ HÌNH EGARCH

**Đinh Thị Thu Hồng\***

**Trần Ngọc Thọ\***

**Nguyễn Hữu Tuấn\*\***

### **Tóm tắt**

*Nghiên cứu này phân tích xem liệu Bitcoin có đặc trưng hỗn hợp giữa tiền pháp định và vàng hay không, với dữ liệu nghiên cứu từ 2015-2021. Nghiên cứu cũng xem xét thêm các tài sản trên thị trường nội địa Việt Nam trong danh mục so sánh với Bitcoin như giá USD/VND thị trường chợ đen, giá vàng và giá chứng khoán. Kết quả nghiên cứu ủng hộ quan điểm Bitcoin chưa phải là tài sản hỗn hợp giữa vàng và tiền pháp định.*

**Từ khóa:** Bitcoin, vàng, thị trường chợ đen.

### **1. Giới thiệu**

Thị trường Bitcoin là một thị trường tiền điện tử hoàn toàn, được giới thiệu vào 31-10-2008 bởi Nakamoto (2008) dưới hình thức một mạng ngang hàng không có trung tâm kiểm soát. Do đó, không có ngân hàng trung ương (NHTW) hay bất kỳ trung gian nào tham gia, và các giao dịch được xác minh bởi mạng lưới các nút nhằm kiểm tra tính chính xác của giao dịch gần nhất dựa trên sổ đăng ký tổng các giao dịch, được gọi là blockchain. Các giao dịch sau đó được thêm vào sổ cái và thông tin được phân phối lại cho các nút khác (Brito và Castillo, 2013).

Bitcoin ban đầu cũng chưa được chú ý rộng rãi. Tuy nhiên, bắt đầu từ năm 2013 - 4 năm sau khi ra đời, nhu cầu toàn cầu bắt đầu tăng lên và nó được công nhận là tiền điện tử đầu tiên và lớn nhất toàn cầu. Chỉ trong năm 2020, giá Bitcoin đạt mức tăng trưởng ấn tượng (305%), khi ngày càng nhiều tổ chức và cá nhân đầu tư vào đồng tiền kỹ thuật số này. Trong 2 tháng đầu năm 2021, giá Bitcoin tiếp tục gia tăng mạnh, lần đầu tiên vượt ngưỡng 52.000USD vào

---

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [hongtcdn@ueh.edu.vn](mailto:hongtcdn@ueh.edu.vn)

\*\* Công ty chứng khoán SSI



ngày 17-2-2021. Nếu so với đầu năm 2021, đồng tiền kỹ thuật số lớn nhất thế giới này đã tăng tới 78% giá trị. Thậm chí có những dự báo còn cho rằng giá Bitcoin có thể lên đến 1 triệu USD trong tương lai dài. Giá Bitcoin tăng mạnh đã kéo theo nhiều tiền ảo vốn hóa lớn tăng phi mã như Binance Coin tăng 26%; Litecoin tăng 14%; Polkadot tăng 7,9%; Ethereum tăng 5,1%; Bitcoin Cash tăng 4,4%; Cardano tăng 2,8%... Tổng giá trị vốn hóa thị trường tiền ảo vào ngày 17-2-2021 đạt khoảng 1.570 tỷ USD.

Việc nhà đầu tư chuyển hướng đầu cơ sang tiền kỹ thuật số trong bối cảnh đại dịch Covid-19 chưa chấm dứt, với lãi suất thị trường thấp, nguy cơ lạm phát, một số NHTW đang có kế hoạch phát hành tiền kỹ thuật số thay thế tiền mặt trong tương lai và việc Bitcoin ngày càng được chấp nhận rộng rãi..., đã trở thành động lực làm tăng giá đồng tiền kỹ thuật số này. Một nguyên nhân nữa khiến Bitcoin trở nên nổi tiếng do trên thế giới chỉ có 21 triệu đơn vị tiền này. Nguồn cung hạn chế và lợi thế tách biệt khỏi các chính sách tiền tệ đã làm Bitcoin trở thành một loại tài sản chống lạm phát vững chắc, theo đánh giá của nhiều chuyên gia.

Bên cạnh đó, việc chính quyền Tổng thống Joe Biden bổ sung gói cứu trợ kinh tế trị giá 1.900 tỷ USD vào thị trường làm nhiều người lo ngại sức mua của đồng USD sẽ ngày càng giảm. Chính phủ các nước trên thế giới hầu hết cũng đều triển khai các gói kích thích, cứu trợ quy mô lớn để hạn chế những thiệt hại kinh tế bởi dịch Covid-19. Do vậy, đứng trước nguy cơ lạm phát cùng với lãi suất thị trường thấp, người dân bắt đầu chuyển sang đầu tư vào những loại tài sản khan hiếm, không tăng về nguồn cung như vàng và Bitcoin. Tuy nhiên, trong khi nhiều nhà đầu tư đang hy vọng Bitcoin có thể thay thế kim loại quý như kênh lưu trữ trong danh mục đầu tư, nhiều chuyên gia và nhà phân tích cũng cảnh báo sức tăng của Bitcoin không bền vững. Hoặc trong trường hợp các cơ quan chức năng can thiệp vào thị trường tiền kỹ thuật số bằng cách siết chặt quy chế giám sát, cũng sẽ là rủi ro lớn đối với nhà đầu tư và tiền kỹ thuật số có thể giảm giá trị.

Không chỉ được ưa chuộng như một công cụ đầu tư hay tích trữ giá trị, Bitcoin còn đang được sử dụng như một phương tiện thanh toán. Cuối năm 2020, PayPal đã thông báo cho phép khách hàng mua bán, lưu trữ và chấp nhận Bitcoin cùng nhiều loại tiền điện tử khác như hình thức thanh toán. Quyết định của PayPal càng đẩy giá Bitcoin tăng mạnh. Các ứng dụng thanh toán cạnh tranh với PayPal là Venmo, Square, hay CashApp cũng chấp nhận tiền điện tử, khiến số lượng người sử dụng Bitcoin ngày càng tăng. Tháng 1-2021, Văn phòng Kiểm soát tiền tệ của Mỹ tuyên bố các ngân hàng quốc gia có thể sử dụng mạng blockchain và stablecoin để thanh toán, đánh dấu bước tiến trong việc hợp pháp hóa các loại tiền kỹ thuật số. Ngoài ra, việc các NHTW dự định phát hành tiền kỹ thuật số cũng là một trong nhiều nguyên nhân làm cho Bitcoin tăng trưởng mạnh thời gian qua. Điển hình như NHTW Nhật Bản (BoJ), Ngân hàng nhân dân Trung Quốc (PBC).

Bên cạnh đó, việc những lãnh đạo công nghệ như Elon Musk hay Jack Dorsey lên tiếng ủng hộ Bitcoin cũng góp phần giúp công chúng biết đến đồng tiền này nhiều hơn. Nhiều tỷ phú và định chế tài chính lớn cũng lạc quan về thị trường tiền kỹ thuật số. Tỷ phú truyền thông Mexico Ricardo Salinas Pliego đã đầu tư 10% tài sản thanh khoản cao của mình vào tiền kỹ thuật số. Số lượng và giá trị giao dịch trên thị trường tiền kỹ thuật số tăng lên không ngừng làm thị trường này có thanh khoản tăng vọt. Các ngân hàng đầu tư lớn như JP Morgan Chase, Citigroup, Goldman Sach, Bank of American... cũng đưa ra những dự báo tích cực về Bitcoin. Nhiều quỹ đầu tư tiền kỹ thuật số cũng đã và đang được thành lập nhờ sự cởi mở hơn về hành lang pháp lý của nhiều nước. Các quỹ đầu tư truyền thống cũng phân bổ bớt tài sản sang thị trường tiền kỹ thuật số để giảm thiểu rủi ro từ các kênh đầu tư khác. Điều này khiến Bitcoin còn được biết đến với vai trò là công cụ đa dạng hóa rủi ro.

Vì Bitcoin rất khó định nghĩa, nên việc phân tích xem liệu nó có phản ứng với các tài sản khác như USD hay vàng sẽ cung cấp thêm thông tin về Bitcoin. Mô hình GARCH có thể cho biết những yếu tố nào của nền kinh tế thế giới mà Bitcoin nhạy cảm. Dyrberg (2016) công bố kết quả nghiên cứu cho rằng Bitcoin là loại tài sản hỗn hợp giữa vàng và tiền pháp định (đồng USD). Mối quan hệ giữa Bitcoin và giá vàng, giá ngoại tệ được xác định qua mô hình EGARCH (1,1) với dữ liệu theo ngày từ ngày 19-7-2010 đến 22-5-2015. Tuy nhiên, Baur và cộng sự (2018) đã kiểm chứng lại và phân tích kết quả mở rộng từ nghiên cứu của Dyrberg (2016), các tác giả cho rằng Bitcoin có thể không phải tài sản hỗn hợp giữa vàng và tiền pháp định, có suất sinh lợi và rủi ro khác với vàng và tiền pháp định, đồng thời chưa có tương quan chặt chẽ với vàng và tiền pháp định.

Rõ ràng, từ sau năm 2015 đến nay, Bitcoin đã trở nên phổ biến hơn và dần được chấp nhận là đồng tiền thanh toán trong các ứng dụng thanh toán trực tuyến, biến động về giá cũng có thể khác hơn so với thời kỳ trước. Do vậy việc tái thẩm định vai trò của Bitcoin là vấn đề được chúng tôi quan tâm. Do vậy, chúng tôi thực hiện nghiên cứu này để tìm bằng chứng khoa học xác định Bitcoin liệu có phải là tài sản hỗn hợp giữa vàng và tiền pháp định như tranh luận của Dyrberg (2016) và Baur và cộng sự (2018). Ngoài so sánh Bitcoin với các tài sản trên thị trường quốc tế, nghiên cứu này còn so sánh lợi nhuận và rủi ro của Bitcoin với các tài sản ở thị trường nội địa Việt Nam như vàng miếng, USD “thị trường chợ đen” và danh mục cổ phiếu (đại diện bằng chỉ số giá nhóm 30 cổ phiếu vốn hóa lớn tại HOSE). Với xu hướng bùng nổ công nghệ hiện nay, nhà đầu tư Việt Nam có thêm cơ hội sở hữu tài sản trên thị trường quốc tế. Việc bổ sung các tài sản nội địa vào nghiên cứu nhằm giúp nhà đầu tư trong nước có thêm thông tin so sánh để lựa chọn danh mục đầu tư.

Bài nghiên cứu được trình bày trong 5 phần. Ngoài phần giới thiệu, phần tiếp theo trình bày tóm lược các tranh luận về vai trò của Bitcoin, phần 3 trình phương pháp, dữ liệu và mô hình nghiên cứu, phần 4 trình bày kết quả nghiên cứu và cuối cùng là kết luận.

## 2. Vai trò của Bitcoin

Tăng trưởng của thị trường tiền ảo thời gian qua có thể nói là phi thường. Thị trường tiền ảo lớn mạnh cũng đặt ra những thách thức và cơ hội lớn cho các nhà hoạch định chính sách, nhà kinh tế và doanh nhân. Sự phát triển của loại tiền mới này cũng buộc các bên liên quan phải xem xét lại các vai trò tiền ảo có thể thực hiện.

Các nghiên cứu về Bitcoin còn tương đối mới và tập trung trong những năm gần đây. Các phân tích ban đầu tập trung vào phân loại tài sản như Bitcoin thuộc nhóm nào và vai trò của Bitcoin trên thị trường. Đây là vấn đề cốt lõi cần được quan tâm, bởi khi được phân loại, chúng ta mới hiểu rõ về bản chất và giá trị của tài sản để thực hiện phòng ngừa rủi ro hay thiết lập danh mục đầu tư. Hiểu biết rõ bản chất của chúng cũng giúp loại bỏ các “bí ẩn” xung quanh tiền điện tử. Chaum (1983) đã đặt câu hỏi Bitcoin là tiền tệ hay hàng hóa? Bitcoin khác với các đồng tiền mã hóa khác thế nào; ECB (2012) tìm hiểu Bitcoin khác các loại tiền ảo khác như thế nào? Glaser và cộng sự (2014) tìm hiểu Bitcoin có thể trở thành phương tiện thanh toán hay không?

Các tác giả nhận thấy Bitcoin khá thanh khoản và có thể dùng bất cứ tiền tệ nào để trao đổi. Nhưng do sự khan hiếm của nó nên có hạn chế về thanh khoản so với các loại hàng hóa khác. Hơn nữa, Böhme và cộng sự (2015) nhận thấy rằng các giao dịch có thể bị gián đoạn lên đến một giờ, do vậy làm giảm đáng kể khả năng thanh khoản. Tuy nhiên, Bitcoin không hạn chế giao dịch với cá nhân, tổ chức hay vùng lãnh thổ bị cấm vận, và không tiết lộ thông tin người dùng. Điều này mang lại cho Bitcoin sự linh hoạt và tốc độ thanh toán quốc tế cao so với các loại tiền tệ khác do các NHTW quản lý. Glaser và cộng sự (2014) nhận thấy rằng phần lớn người dùng coi các khoản đầu tư Bitcoin của họ là tài sản đầu cơ hơn là phương tiện thanh toán. Do đó, Bitcoin được đánh giá cao với vai trò tài sản chứ không phải tiền tệ.

Như vậy, Bitcoin - đồng tiền kỹ thuật số nổi bật nhất - được thiết kế như một hệ thống tiền mặt ngang hàng và có những đặc điểm của một loại tiền tệ. Tuy nhiên, để có thể hoạt động như một loại tiền tệ, nó phải ổn định hoặc được bảo đảm bởi chính phủ. Baur và Dimpfl (2021) đã chỉ ra rằng mức độ biến động của giá Bitcoin cực kỳ cao, cao hơn gần 10 lần so với biến động của các đồng tiền chính (như giá USD so với đồng euro và đồng yen). Sự biến động quá mức thậm chí ảnh hưởng xấu đến vai trò tiềm năng của nó trong các danh mục đầu tư. Phân tích của các tác giả hàm ý Bitcoin không thể hoạt động như một loại tiền tệ - một phương tiện trao đổi, chỉ được sử dụng hạn chế như một công cụ đa

dạng hóa rủi ro. Tuy nhiên, dựa vào chức năng chống lạm phát của Bitcoin (do số lượng hữu hạn), các tác giả chứng minh rằng Bitcoin thể hiện vai trò lưu trữ các đặc điểm giá trị về lâu dài. Trong khi đó, Baur và cộng sự (2018) lại cho rằng do độ biến động cao của Bitcoin, các nghiên cứu thực nghiệm phân loại đồng tiền này như một tài sản đầu tư.

Nhiều nhà kinh tế đã so sánh Bitcoin với vàng vì chúng có nhiều điểm tương đồng. Vàng có giá trị nội tại nhưng rất khó chứng minh giá thị trường hiện tại có phù hợp với giá trị nội tại hay không. Bitcoin có giá trị nội tại nếu người dùng cho rằng nó đáng như vậy và cũng không có cách để thuyết phục giá thị trường hiện tại của Bitcoin là phù hợp. Cả Bitcoin và vàng thu được hầu hết giá trị của chúng từ thực tế là chúng khan hiếm và tốn kém để khai thác. Không tài sản nào trong số vàng và Bitcoin có quốc tịch hoặc được kiểm soát bởi chính phủ. Cả 2 tài sản đều được 'khai thác' bởi một số nhà khai thác độc lập hay các công ty. Vàng được sử dụng như phương tiện trao đổi trong thời kỳ bản vị vàng nhưng đã bị từ bỏ do vấn đề thanh khoản. Các vấn đề tương tự có thể xảy ra đối với Bitcoin nếu có thêm nhiều người dùng. Tuy nhiên, ở một số khía cạnh nhất định, vàng và Bitcoin khác nhau. Vàng chủ yếu được sử dụng để lưu trữ như tài sản giá trị, và vì mối tương quan ngược chiều của vàng với USD, điều này làm cho vàng hữu ích trong phòng ngừa rủi ro đồng USD mất giá. Những khả năng như vậy không chắc chắn đối với Bitcoin, nhưng vấn đề này sẽ tiếp tục được xem xét.

Whelan (2013) cũng đã lập luận rằng Bitcoin tương tự như đồng USD. Cả 2 đều không có, hoặc có giá trị nội tại hạn chế và được sử dụng chủ yếu như phương tiện trao đổi. Sự khác biệt chính là đồng USD được bảo đảm bởi chính phủ, là tiền pháp định mọi người tin tưởng, trong khi Bitcoin là "tiền tư nhân" được ra đời bởi khu vực tư nhân. Do đó, nguồn cung, quản trị và kiểm soát 2 tài sản khác nhau. Selgin (2015) lập luận rằng Bitcoin là loại tiền hàng hóa tổng hợp vì nó vừa giống tiền hàng hóa (như vàng) - không chỉ là ngẫu nhiên còn hoàn toàn khan hiếm, và lại vừa giống như tiền pháp định (như USD) do không có giá trị nội tại.

Các nghiên cứu khác về khía cạnh giao dịch như Cheah và Fry (2015), Blau (2017) đã tìm hiểu về hành vi đầu cơ trong giao dịch Bitcoin. Guesmi và cộng sự (2019), Hussain Shahzad và cộng sự (2020), lại nghiên cứu liệu Bitcoin có giúp đa dạng hóa rủi ro của một danh mục đầu tư hay không. Nhiều nghiên cứu cũng đã được thực hiện để phân tích độ bất ổn hay rủi ro của Bitcoin. Điển hình như Dwyer (2015) phân tích độ lệch chuẩn theo tháng của giá Bitcoin, và chỉ ra rằng độ lệch chuẩn này cao hơn 5-7 lần so với những gì thường thấy trên thị trường chứng khoán. Bouoiyour và Selmi (2016), Katsiampa (2017), Ardia và cộng sự (2019) ước lượng độ biến động hàng ngày, và cùng đưa ra kết luận rằng mức độ biến động của giá Bitcoin tương đối cao, với những lý giải khác nhau

như bởi các cuộc tấn công mạng, bất cân xứng thông tin, sự phi tập trung và không bị điều tiết.

Trước mức độ biến động cao của Bitcoin, nhiều người đặt câu hỏi về việc liệu đồng tiền này có thể đảm nhiệm đầy đủ chức năng của một loại tiền tệ hay không. Baur và Dimpfl (2021) sử dụng dữ liệu về giá Bitcoin (tỷ giá Bitcoin so với USD, EUR, và JPY) ở 6 thị trường khác nhau và so sánh với tỷ giá USD/EUR, USD/JPY - đã chỉ ra rằng mức độ biến động cao là trở ngại cho Bitcoin để có thể thực hiện tất cả chức năng của một đồng tiền một cách đáng tin cậy và hiệu quả (phương tiện trao đổi, phương tiện tích lũy, và thước đo giá trị). Thêm vào đó, các tác giả cũng phát hiện rằng, những nguyên nhân gây ra biến động của Bitcoin khác biệt và không liên quan đến những biến động của ngoại tệ khác. Điều này cho thấy Bitcoin không (hoặc chưa) thuộc về thị trường tiền tệ toàn cầu.

Để làm rõ thêm một trong những khía cạnh của cuộc tranh luận trên, nghiên cứu này sẽ đi sâu phân tích xem liệu Bitcoin có thể hiện đặc trưng hỗn hợp giữa tiền pháp định và vàng hay không.

### 3. Phương pháp, mô hình và dữ liệu nghiên cứu

#### Phương pháp và mô hình

Nhiều chuỗi dữ liệu tài chính cho thấy tiếp theo sau các giai đoạn độ bất ổn thấp là các giai đoạn bất ổn cao, đặc tính này được gọi là bất ổn theo cụm (volatility clustering). Nguyên nhân của tình trạng này do các biến tài chính chịu tác động bởi cú sốc hay tin tức. Một cú sốc tăng hay tin tốt, cú sốc giảm hay tin xấu xảy ra khiến nhiều nhà đầu tư trên thị trường hành xử theo đám đông. Các cú sốc hay tin tức này đại diện cho những điều không được dự báo trước. Mô hình ARCH (Autoregressive conditional heteroskedasticity) được Engle (2001) phát triển để mô hình hóa và dự báo phương sai thay đổi của các chuỗi dữ liệu thời gian trong lĩnh vực tài chính có thể đáp ứng đặc điểm như vậy. Trong mô hình này, một cú sốc lớn hơn sẽ dẫn đến độ biến động cao hơn khi quan sát dữ liệu theo thời gian. Một dạng chuẩn hóa của mô hình ARCH bằng cách bổ sung biến trễ của phương sai có điều kiện vào phương trình phương sai theo dạng tự hồi quy được biết đến với tên gọi là GARCH (Generalized AutoRegressive Conditional Heteroskedasticity). Mô hình ARCH và GARCH đã trở thành công cụ phổ biến để xử lý mô hình chuỗi thời gian có đặc tính phương sai thay đổi. Những mô hình này cung cấp thước đo độ bất ổn, có thể được sử dụng trong việc lựa chọn danh mục đầu tư, phân tích rủi ro và định giá sản phẩm phái sinh (Tully và Lucey, 2007).

Mô hình GARCH (1,1) rất phổ biến trong dữ liệu chuỗi thời gian lĩnh vực tài chính, nhưng ARCH và GARCH là các mô hình đã được sử dụng trong 2 thập niên trước để

hướng đến bất ổn tỷ suất sinh lợi của tài sản, không phải nhấn mạnh tầm quan trọng của sự kiện dẫn đến bất ổn (Engle, 2001). Trong khi đó, các mô hình như IGARCH phù hợp với biến có cú sốc thường xuyên, hay TARARCH (threshold ARCH) và EGARCH (exponential GARCH) là các mô hình bất cân xứng thích hợp với biến có đặc điểm biến động khác nhau trước cú sốc tăng và cú sốc giảm. Trong đó EGARCH khắc phục được vấn đề của các mô hình ARCH/GARCH có yêu cầu biến động cân xứng được áp đặt với phương sai có điều kiện.

Trong nghiên cứu này chúng tôi sử dụng mô hình EGARCH (1,1) có bổ sung các biến ngoại sinh vào phương trình giá trị trung bình và phương trình phương sai có điều kiện. Các biến ngoại sinh trong mô hình gồm lãi suất Cục dự trữ liên bang Mỹ - Fed (Effective Federal Funds Rate); tỷ giá đồng Euro, đồng bảng Anh so với USD; chỉ số FSTE 100; giá vàng giao ngay; và giá vàng tương lai hợp đồng đáo hạn tháng 4. Các biến trong mô hình áp dụng tương đồng với nghiên cứu của Dyhrberg (2016).

Đầu tiên chúng tôi xem xét Bitcoin như một loại tài sản hỗn hợp giữa vàng và tiền pháp định (đồng USD). Mọi quan hệ giữa Bitcoin và giá vàng, giá ngoại tệ được phân tích qua mô hình Dyhrberg (2016) như sau:

$$\begin{aligned} \Delta \ln price_t = & \alpha_{0+} + \alpha_1 \ln price_{t-1} + \alpha_2 \ln price_{t-2} + \alpha_3 Fed_{t-1} + \alpha_4 EUR_{t-1} \\ & + \alpha_5 GPB_{t-1} + \alpha_6 FSTE_{t-1} + \alpha_7 GoldF_{t-1} + \alpha_8 GoldC_{t-1} \\ & + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \sigma_t^2 = & EXP(\lambda_{0+} + \lambda_1 Fed_{t-1} + \lambda_2 EUR_{t-1} + \lambda_3 GPB_{t-1} + \lambda_4 FSTE_{t-1} + \lambda_5 GoldF_{t-1} \\ & + \lambda_6 GoldC_{t-1}) + \alpha \varepsilon_{t-1} + \beta \sigma_{t-1}^2 \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \Delta \ln price_t = & \alpha_{0+} + \alpha_1 \ln price_{t-1} + \alpha_2 Fed_{t-1} + \alpha_3 EUR_{t-1} \\ & + \alpha_4 GPB_{t-1} + \alpha_5 FTSE_{t-1} + \alpha_6 GoldF_{t-1} + \alpha_7 GoldC_{t-1} \\ & + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} \ln(\sigma_t^2) = & \lambda_{0+} + \lambda_1 Fed_{t-1} + \lambda_2 EUR_{t-1} + \lambda_3 GPB_{t-1} + \lambda_4 FTSE_{t-1} + \lambda_5 GoldF_{t-1} \\ & + \lambda_6 GoldC_{t-1}) + \alpha \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}} + \gamma \left( \left| \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}} \right| - \sqrt{2/\pi} \right) \\ & + \delta \ln(\sigma_{t-1}^2) \end{aligned} \quad (4)$$

Trong đó,  $\Delta \ln price$  là lợi nhuận theo ngày của Bitcoin,  $\ln price_{t-i}$  là logarit giá Bitcoin trước ngày t,  $i=1-2$ .  $Fed_{t-1}$ ,  $EUR_{t-1}$ ,  $GPB_{t-1}$ ,  $FTSE_{t-1}$ ,  $GoldF_{t-1}$ ,  $GoldC_{t-1}$  lần lượt là các biến trễ 1 ngày của lãi suất Fed ; tỷ giá đồng Euro, đồng bảng Anh so với USD; chỉ số FTSE 100; giá vàng giao ngay; và giá vàng tương lai hợp đồng đáo hạn tháng 4 trên thị trường quốc tế.  $\varepsilon_t$ ,  $\sigma_t^2$  là phần dư và phương sai phần dư trong mô hình.  $\alpha, \gamma, \delta$  là các tham số trong mô hình.

Ở Việt Nam, không chỉ giao dịch Bitcoin chưa được cho phép chính thức, giao dịch vàng tương lai, ngoại hối cũng không được tự do hoàn toàn. Nhà đầu tư chỉ được mua bán vàng miếng và vàng nữ trang thanh toán ngay của doanh nghiệp trong nước bán ra, và biến động giá vàng thanh toán ngay nội địa có rất nhiều chênh lệch so với biến động giá vàng tương lai trên thị trường quốc tế. Đối với ngoại tệ, các hoạt động mua bán ngoại tệ cũng chỉ được thực hiện với các mục đích thanh toán khi mua hàng hóa dịch vụ. Mặc dù vậy, thị trường vẫn còn tồn tại giao dịch ngoại tệ trên “thị trường chợ đen”, và nhà đầu tư vẫn có thể tham gia đầu tư ngoại tệ qua kênh này. Mặc dù có nhiều bất tiện nhưng với sự phát triển của công nghệ và xu hướng hội nhập toàn cầu, nhà đầu tư nội địa vẫn có thể lựa chọn nhiều loại tài sản khác nhau trong danh mục của mình.

Do đó, để so sánh rủi ro của các tài sản này, chúng tôi sử dụng thêm mô hình GARCH không có biến nội sinh như Glosten và cộng sự (1993). Đây là dạng mô hình GJR-GARCH(1,1). Các tài sản trong danh mục để so sánh bao gồm Bitcoin và các tài sản thị trường quốc tế như đồng Euro, đồng bảng Anh, chỉ số chứng khoán FTSE 100, chỉ số chứng khoán toàn cầu MSCI, giá vàng giao ngay và giá vàng tương lai; danh mục thị trường nội địa gồm vàng nội địa, giá USD/VND thị trường chợ đen, giá chứng khoán (VN 30).

$$r_t = c + \delta r_{t-1} + e_t \quad (5)$$

$$h_t = \omega + \alpha e_{t-1}^2 + \gamma I(e_{t-1} > 0)e_t^2 + \beta h_{t-1} \quad (6)$$

$$e_t \sim N(0, h_t) \quad (7)$$

Trong đó,  $I(\cdot)$  là hàm biểu thị chỉ số nhận giá trị 1 nếu  $e_{t-1} > 0$  và nhận giá trị 0 nếu ngược lại.  $r_t$  và  $r_{t-1}$  là tỷ suất sinh lợi của loại tài sản trong danh mục vào ngày  $t$  và ngày  $t-1$ ,  $e_t$  và  $h_t$  tương ứng với phần dư và phương sai của phần dư trong mô hình.  $c$ ,  $\delta$ ,  $\omega$ ,  $\alpha$ ,  $\gamma$ ,  $\beta$  là các tham số trong mô hình.

### Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu liên quan đến mô hình đo lường mối quan hệ giữa Bitcoin, giá vàng và ngoại tệ như mô hình (1)-(4) được chúng tôi thu thập từ chuyên trang tài chính yahoo<sup>3</sup>, Fed<sup>4</sup>. Với các dữ liệu về giá vàng nội địa, giá USD/VND thị trường tự do, chỉ số giá chứng khoán, chúng tôi thu thập từ trang thông tin của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Sở giao dịch Chứng khoán TP HCM và báo cáo của các công ty chứng khoán trong nước. Dữ liệu được thu thập theo ngày làm việc, 5 ngày/tuần trong thời gian từ ngày 3-2-2015 đến 26-2-2021. Trường hợp các ngày không giao dịch là ngày lễ, chúng tôi giả định giá

<sup>3</sup> Yahoo Finance - Stock Market Live, Quotes, Business & Finance News

<sup>4</sup> Federal Reserve Board - Data

tài sản không thay đổi trong thời gian này. Điều này tương đương tỷ suất sinh lợi bằng không vào các ngày lễ. Với giá chứng khoán, chúng tôi sử dụng giá đóng cửa của ngày giao dịch. Đây là khoảng thời gian chúng tôi có thể thu thập đồng bộ và đầy đủ dữ liệu về các biến quan sát cho tất cả các mô hình. Hơn nữa, khoảng thời gian này cũng là giai đoạn Bitcoin trở nên phổ biến với nhiều nhà đầu tư.

Dữ liệu gồm 1.580 quan sát. Thống kê mô tả các biến trong mô hình (1) được trình bày trong bảng 1. Độ lệch chuẩn trong bảng 1 cho thấy Bitcoin có biến động giá rất lớn so với giá trị trung bình trong giai đoạn nghiên cứu. Biến động của Bitcoin cũng rất lớn trong giai đoạn mẫu nghiên cứu của Dyhrberg (2016) (19/7/ 2010 đến 22/5/2015). So với tiền pháp định và vàng, Bitcoin luôn có bất ổn cao hơn rất nhiều. Trong giai đoạn nghiên cứu của Dyhrberg (2016), Bitcoin có giá trị trung bình 170.31. Trong mẫu của chúng tôi, giá trị trung bình của Bitcoin ở mức 6,118.00. Trong khi đó, vàng, tiền tệ, và chỉ số chứng khoán trong danh mục so sánh ít có biến động lớn như vậy. Thông thường, những tài sản có tính đầu cơ cao sẽ có bất ổn rất lớn, có lẽ Bitcoin là một loại như vậy.

**Bảng 1: Thống kê mô tả các biến trong mô hình EGARCH-(1,1)-X**

	<i>Bitcoin</i>	<i>LnBitcoin</i>	<i>DlnBitcoin</i>	<i>Fed</i>	<i>EUR</i>	<i>GPB</i>	<i>FSTE</i>	<i>Gold_cash</i>	<i>Gold_F4</i>
Trung bình	6,118.0	7.9	0.003	0.968	1.133	1.343	6889.1	1364.6	1362.8
Sai số chuẩn	185.5	0.0	0.001	0.021	0.001	0.002	14.6	5.8	5.8
Trung vị	4,652.7	8.4	0.002	0.660	1.125	1.311	7025.2	1284.7	1283.1
<b>Độ lệch chuẩn</b>	<b>7,373.5</b>	<b>1.5</b>	<b>0.037</b>	<b>0.829</b>	<b>0.045</b>	<b>0.097</b>	<b>580.2</b>	<b>229.5</b>	<b>231.9</b>
Phương sai	54,368,183.6	2.2	0.001	0.687	0.002	0.009	336634.9	52662.1	53780.0
Giá trị nhỏ nhất	216.2	5.4	-0.222	0.040	1.038	1.149	4993.9	1048.3	1050.8
Giá trị lớn nhất	54,771.1	10.9	0.178	2.450	1.249	1.588	7877.5	2063.6	2051.5
Số quan sát	1580	1580	1579	1580	1580	1580	1580	1580	1580

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Các kết quả ước lượng mô hình EGRACH (1,1)

Bảng 2 trình bày kết quả ước lượng mô hình (1) và (2). Chúng tôi thực hiện ước lượng với phần mềm Stata<sup>5</sup> lần lượt với từng mô hình. Dyhrberg (2016) tìm thấy lãi suất (Fed),

<sup>5</sup> BAUR, D. G., DIMPFL, T. & KUCK, K. 2018. Bitcoin, gold and the US dollar – A replication and extension. *Finance Research Letters*, 25, 103-110. thực hiện ước lượng lại mô hình của DYHRBERG, A.



tiền tệ (USD/EUR và USD/GBP) chỉ số giá chứng khoán (FSTE 100) có mối quan hệ có ý nghĩa thống kê trong mô hình kỳ vọng và mô hình phương sai. Trong kết quả nghiên cứu này, chúng tôi chưa tìm thấy ảnh hưởng của các biến lãi suất, tiền tệ, chứng khoán và vàng có ảnh hưởng đến suất sinh lợi của Bitcoin trong mức ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, một số biến này lại có tác động đến độ bất ổn của Bitcoin trong mức ý nghĩa thống kê. Kết quả cột (3) bảng 2 cho thấy, giá chứng khoán (FTSE) và giá vàng tương lai (Gold\_F4) tăng làm tăng bất ổn giá Bitcoin, nhưng giá vàng giao ngay (Gold\_cash) lại có quan hệ ngược chiều với bất ổn của Bitcoin. Dyrberg (2016) không tìm thấy mối quan hệ nào giữa vàng với Bitcoin trong mô hình (1) nhưng vàng tương lai có biến động ngược chiều với bất ổn của Bitcoin trong mức ý nghĩa thống kê ở phương trình (2). Trong khi đó, nếu so với kết quả Baur và cộng sự (2018), các tác giả tìm thấy vàng tương lai có biến động cùng chiều với bất ổn Bitcoin và vàng giao ngay có biến động ngược chiều với bất ổn Bitcoin, các mối quan hệ chưa có ý nghĩa thống kê.

Hệ số tương quan của biến  $L.LnBitcoin$  trong mô hình (1) có giá trị 0.221 và có ý nghĩa thống kê, giá trị này lớn hơn rất nhiều so với mức 0.0982 trong ước lượng của Dyrberg (2016) hoặc 0.0775 trong ước lượng của Baur và cộng sự (2018). Điều này cho thấy tốc độ hội tụ về trạng thái cân bằng của Bitcoin thời điểm sau 2015 nhanh hơn nhiều so với trước đó.

Hệ số  $\beta$  trong mô hình (2) có giá trị dương và có ý nghĩa thống kê, cho thấy bất ổn của kỳ trước lớn dẫn đến bất ổn kỳ này cũng lớn. Đây là biểu hiện của tâm lý đám đông trong giao dịch Bitcoin. Hằng số trong mô hình 2 có giá trị lớn cũng hàm ý bất ổn của Bitcoin còn chịu tác động của nhiều yếu tố chưa được quan sát trong mô hình.

Bảng 3 trình bày kết quả mô hình (3) và (4). Kết quả cho thấy trong số các biến ngoại sinh chỉ có biến lãi suất chính sách của Fed có tác động ngược chiều đến lợi nhuận và bất ổn của Bitcoin trong mức ý nghĩa thống kê. Trước đây, Dyrberg (2016) cho rằng lãi suất của Mỹ tăng, đồng USD tăng giá, nhập khẩu sẽ tăng và do đó có khả năng mua hàng trực tuyến sẽ tăng. Nếu như Bitcoin đặc biệt hữu ích cho thương mại trực tuyến quốc tế, nhu cầu về Bitcoin sẽ tăng lên tăng lợi nhuận từ các khoản đầu tư Bitcoin. Kết quả này làm nổi bật những lợi thế của Bitcoin như một phương tiện trao đổi, và sự tương đồng với tiền pháp định của Bitcoin. Tuy nhiên, với dữ liệu cập nhật của chúng tôi, kết quả có chút khác biệt. Đó là khi lãi suất tăng, lợi nhuận và rủi ro của Bitcoin đều giảm. Có thể lãi suất làm tăng chi phí đòn bẩy tài chính, dẫn đến nhu cầu nắm giữ Bitcoin giảm xuống. Điều

---

H. 2016. Bitcoin, gold and the dollar – A GARCH volatility analysis. Ibid.16, 85-92. với nhiều phần mềm khác nhau nhưng kết quả từ Stata cho kết quả gần nhất với kết quả công bố của ibid..

này cho thấy Bitcoin chưa chắc chắn với chức năng phương tiện thanh toán mà vẫn là tài sản đầu cơ.

**Bảng 2: Kết quả hồi quy mô hình (1) và (2)**

Biến	Mô hình (1)	Mô hình (2)
L.LNBITCOIN	0.221*** (0.0246)	
L2.LNBITCOIN	-0.223*** (0.0247)	
L.FED	-0.00306 (0.00210)	-0.000208 (0.000289)
L.EUR	0.0336 (0.0324)	0.00450 (0.00425)
L.GPB	-0.0223 (0.0156)	-0.00210 (0.00232)
L.FSTE	1.80e-06 (2.40e-06)	1.21e-06*** (3.79e-07)
L.GOLD_F4	9.19e-05 (0.000133)	0.000219*** (2.23e-05)
L.GOLD_CASH	-9.00e-05 (0.000132)	-0.000222*** (2.22e-05)
Hằng số	-0.00760 (0.0328)	-6.852*** (0.0297)
$\alpha$		-0.000008 (1.88e-05)
$\beta$		0.182*** (0.0240)
Observations		1,578

*Sai số trong ngoặc đơn. \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$*

Trong các biến ngoại sinh còn lại, chỉ có các hệ số trong mô hình (4) có ý nghĩa thống kê. Các mối quan hệ chưa có ý nghĩa thống kê trong mô hình (3). Mặc dù chưa có ý nghĩa thống kê đồng thời ở cả 2 mô hình, tuy nhiên mối quan hệ có nhiều tương đồng so với phát hiện của Dyhrberg (2016). Kết quả cho thấy cặp tỷ giá EUR/USD tăng làm tăng lợi nhuận và rủi ro của Bitcoin. Trong khi đó, cặp tỷ giá GBP/USD tăng làm giảm lợi nhuận và rủi ro của Bitcoin. Dyhrberg (2016) nói rằng lợi nhuận Bitcoin nhạy cảm với đồng tiền của một quốc gia hơn đồng tiền chung cho cả khu vực. Tuy nhiên, trong kết quả nghiên cứu này, chúng tôi thấy rằng tác động của đồng EUR và GBP không quá khác biệt đến lợi nhuận và rủi ro của bitcoin. Nếu so sánh tuyệt đối, Bitcoin nhạy cảm hơn với đồng tiền của khu vực. Với biến động của giá vàng, chúng tôi tìm thấy giá vàng tương lai tăng làm tăng lợi nhuận và rủi ro cho Bitcoin, nhưng giá vàng giao ngay tăng cho kết quả ngược lại. Điều này hàm ý giá vàng giao ngay và Bitcoin có thể phòng ngừa rủi ro cho nhau.

**Bảng 3: Kết quả hồi quy mô hình (3) và (4)**

Biến	Mô hình (3)	Mô hình (4)
L.lnBitcoin	-1.80e-05 (0.00195)	
L.FED	-0.00493** (0.00215)	-0.00256*** (0.000896)
L.EUR	0.0259 (0.0332)	0.0217*** (0.00602)
L.GPB	-0.0220 (0.0160)	-0.0116*** (0.00448)
L.FSTE	2.28e-06 (2.46e-06)	2.28e-06*** (5.29e-07)
L.GOLD_F4	0.000117 (0.000136)	0.000240*** (2.22e-05)
L.GOLD_CASH	-0.000120 (0.000136)	-0.000245*** (2.23e-05)
Hằng số	-0.00383 (0.0335)	-6.834*** (0.0333)
$\alpha$		-0.0000326*** (7.26e-06)
$\gamma$		0.0000189 *** (6.04e-06)
$\delta$		0.212*** (0.0271)
Observations		1,579

*Giá trị sai số chuẩn trong ngoặc đơn. \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$*

Hệ số  $\alpha$  và  $\gamma$  có ý nghĩa thống kê trong mô hình (4). Kết quả này cho thấy có tồn tại hiệu ứng đòn bẩy và tác động bất cân xứng với rủi ro của Bitcoin. Hiệu ứng đòn bẩy mô tả khi một cú sốc làm sụt giảm tỷ suất sinh lợi của chứng khoán có tác động làm giảm giá trị vốn cổ phần, từ đó làm tăng đòn bẩy tài chính của công ty, kết quả này dẫn đến bất ổn của vốn cổ phần cao hơn (Black (1976)). Với kết quả trong mô hình (4), khi có cú sốc làm giảm lợi nhuận Bitcoin, sẽ tạo ra bất ổn của Bitcoin lớn hơn. Bên cạnh đó, giá Bitcoin sẽ phản ứng khác nhau trước thông tin “tốt” và “xấu”, tuy nhiên chênh lệch giữa hai trạng thái là nhỏ. Hiệu ứng đòn bẩy không được tìm thấy trong kết quả nghiên cứu của Dyhrberg (2016). Hammoudeh và Yuan (2008) cũng không tìm thấy hiệu ứng đòn bẩy khi nghiên cứu giá vàng. Vì vậy, Dyhrberg (2016) cho rằng Bitcoin có điểm tương đồng với vàng. Theo chúng tôi, hiệu ứng đòn bẩy có thể tồn tại với Bitcoin vì quan hệ nghịch đảo giữa độ bất ổn và tỷ suất sinh lợi. Theo đó, nếu bất ổn kỳ vọng của Bitcoin tăng lên, giá Bitcoin

phải giảm xuống. Giá Bitcoin giảm làm cho lợi nhuận kỳ vọng của nhà đầu tư tăng lên và nhà đầu tư tiếp tục nắm giữ Bitcoin.

#### 4.2. Kết quả ước lượng mô hình GJR-GARCH(1,1)

Mô hình nghiên cứu của *Dyhrberg (2016)* được rất nhiều nhà nghiên cứu về sau tín nhiệm, kết quả nghiên cứu được trích dẫn nhiều trong các bài nghiên cứu cùng chủ đề<sup>6</sup>. Tuy nhiên, mô hình của *Dyhrberg (2016)* vẫn có một số hạn chế có thể làm kết quả nghiên cứu có sai số cao, như việc sử dụng các biến ngoại sinh là tổ hợp I(1) trong cả mô hình kỳ vọng và mô hình phương sai. Theo *Reinsel (2003)*, các biến ngoại sinh trong mô hình GRACH yêu cầu là biến có tổ hợp I(0); việc sử dụng đồng thời giá vàng giao ngay và giá vàng giao sau trong mô hình có thể tạo ra vấn đề đa cộng tuyến; *Dyhrberg (2016)* chỉ phân tích mô hình GARCH cho Bitcoin nên việc so sánh với vàng và tiền tệ khác (EUR và USD) thiếu cơ sở đối chiếu. Chính vì những hạn chế này, *Baur và cộng sự (2018)* đề xuất sử dụng mô hình GJR-GARCH(1,1) theo *Glosten và cộng sự (1993)* để phân tích bất ổn của Bitcoin và các tài sản tài chính khác trong danh mục so sánh. Trong phân này, chúng tôi trình bày các kết quả thống kê mô tả và kết quả mô hình GJR-GARCH(1,1) của Bitcoin cùng các tài sản khác trên thị trường quốc tế gồm vàng (giao ngay và tương lai), chỉ số chứng khoán (FSTE 100 và MSCI toàn cầu), tiền tệ (đồng EUR/USD và đồng GBP/USD), và các tài sản tài chính thị trường nội địa bao gồm vàng, USD/VND thị trường chợ đen, chỉ số chứng khoán (VN 30).

Các biến sử dụng trong mô hình GJR-GARCH(1,1) đều ở dạng tỷ suất sinh lợi theo ngày được tính như mô hình (8).

$$\text{Lợi nhuận ngày } t = (P_t - P_{t-1})/P_{t-1} \quad (8)$$

Trong đó: P là giá tài sản.

Bảng 4 trình bày kết quả thống kê mô tả lợi nhuận theo ngày của các tài sản trong danh mục so sánh. Lợi nhuận trung bình của Bitcoin rất cao so với các tài sản còn lại trong danh mục. Thí dụ, so với vàng trên thị trường quốc tế, lợi nhuận theo ngày của Bitcoin cao hơn 14-15 lần, cao hơn năm giữ EUR/USD 83 lần, cao hơn lợi nhuận của FTSE 104 lần. Với thị trường nội địa, tỷ lệ này cao hơn năm giữ vàng 12 lần, cao hơn năm giữ USD/VND chợ đen 35 lần, và cao hơn đầu tư vào VN30 là 8 lần. Lợi nhuận cao của Bitcoin cũng đi kèm với rủi ro cao, độ bất ổn của Bitcoin cũng lớn hơn nhiều lần so

---

<sup>6</sup> Đến ngày 1/2/2021, bài viết có 891 trích dẫn trên trang web [www.scholar.google.com](http://www.scholar.google.com)

với các tài sản còn lại. Biên độ dao động trong ngày của Bitcoin quanh mức +/- 20%, cũng cao hơn tất cả tài sản còn lại trong danh mục.

**Bảng 4: Thống kê mô tả các biến trong mô hình (5)**

	Trung bình	Sai số chuẩn	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Phương sai	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Số quan sát
<i>Bicoïn</i>	0.004085	0.000939	0.002300	0.037306	0.001392	-0.198700	0.195100	1577
<i>GOLD_CASH</i>	0.000274	0.000247	0.000000	0.009822	0.000096	-0.099300	0.098500	1577
<i>GOLD_F4</i>	0.000271	0.000230	0.000000	0.009134	0.000083	-0.049800	0.059500	1577
<i>EUR</i>	0.000049	0.000125	0.000000	0.004959	0.000025	-0.026400	0.031100	1577
<i>GPB</i>	-0.000025	0.000154	0.000000	0.006106	0.000037	-0.078400	0.032000	1577
<i>FTSE</i>	0.000039	0.000270	0.000200	0.010736	0.000115	-0.108700	0.090500	1577
<i>MSCI</i>	0.000378	0.000289	0.000500	0.011486	0.000132	-0.113700	0.136100	1577
<i>USD_CHODEN</i>	0.000069	0.000049	0.000000	0.001349	0.000004	-0.009800	0.013600	1577
<i>GOLD_VN</i>	0.000316	0.000165	0.000000	0.006558	0.000043	-0.067500	0.064600	1577
<i>VN30</i>	0.000501	0.000283	0.000700	0.011253	0.000127	-0.067300	0.051600	1577

Bảng 5 trình bày mối quan hệ tương quan cặp giữa Bitcoin với các tài sản trong danh mục so sánh. Nhìn chung, Bitcoin có tương quan nhỏ với các tài sản này. Bitcoin với vàng chỉ có mối tương quan trung bình 9%, Bitcoin với tiền tệ (EUR và GBP) trung bình 4%, Bitcoin với chỉ số chứng khoán (FTSE và MSCI) trung bình 8%. Các cặp tương quan này có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, ngoại trừ mối quan hệ giữa Bitcoin và tiền tệ. Kết quả tương quan cặp hàm ý trong giai đoạn nghiên cứu của chúng tôi, Bitcoin có mối liên hệ nhỏ với vàng và chứng khoán, còn với ngoại tệ mối quan hệ chưa có ý nghĩa thống kê.

**Bảng 5: Hệ số tương quan cặp các tài sản trong danh mục**

	BITCOIN	GOLD CASH	GOLD F4	EUR	GPB	FTSE	MSCI	USD CHODEN	GOLD VN
GOLD_CASH	0.0854*	1							
GOLD_F4	0.0932*	0.7470*	1						
EUR	0.037	0.3039*	0.3795*	1					
GPB	0.0421	0.1470*	0.1777*	0.5213*	1				
FTSE	0.0884*	-0.0124	-0.0302	-0.0678*	0.0525*	1			
MSCI	0.0729*	0.0640*	0.0329	0.0492	0.2629*	0.6363*	1		
USD_CHODEN	0.0293	-0.0026	0.0006	0.0425	-0.0438	-0.1250*	-0.0594*	1	
GOLD_VN	0.0576*	0.2135*	0.1906*	0.0877*	0.0252	-0.0746*	-0.047	-0.0295	1
VN30	0.0754*	-0.0275	-0.0547*	-0.0352	0.0667*	0.1876*	0.1639	-0.0467	-0.0889*

Ghi chú: \* p<0.05

Bảng 6 trình bày kết quả mô hình GJR-GARCH(1,1) với các loại tài sản trong danh mục so sánh với Bitcoin. Trong mô hình phương sai (mô hình (6)), giá trị hằng số của Bitcoin trong mô hình này ( $\omega$ ) có giá trị lớn nhất trong các tài sản trong danh mục so sánh. Kết quả này hàm ý Bitcoin là tài sản có độ bất ổn cao nhất. Hiệu ứng ARCH ( $\alpha$ ) của Bitcoin có giá trị lớn hơn so với các tài sản trên thị trường quốc tế nhưng vẫn nhỏ hơn so với giá USD/VND chợ đen và giá vàng ở thị trường nội địa. Điều này cho thấy cú sốc tăng tỷ giá USD/VND và cú sốc tăng giá vàng kỳ trước tạo ra bất ổn rất lớn đối với giá các tài sản này. Kết quả tham số  $\beta$  tại bảng 6 cũng cho thấy Bitcoin có hiệu ứng bất cân xứng với cú sốc giảm, USD/VND chợ đen và vàng nội địa cũng có hiệu ứng tương tự. Giá vàng giao ngay thị trường quốc tế và chỉ số chứng khoán quốc tế (FTSE và MSCI) cũng có hiệu ứng bất cân xứng với cú sốc tăng. Kết quả phản ứng bất cân xứng trong bảng 6 khác với kết quả của Baur và cộng sự (2018). Hiệu ứng bất cân xứng có thể tồn tại kéo dài trong thời gian dài (volatility persistence) nếu như tổng các tham số ( $\alpha + \beta + \frac{1}{2}\gamma$ ) nhỏ hơn 1 (Ling và McAleer, 2002). Kết quả tại bảng 6 cho thấy, ngoại trừ MSCI, USD/VND chợ đen, vàng thị trường nội địa, thì các tài sản còn lại đều có tổng các tham số nhỏ hơn 1. Baur và cộng sự (2018) tìm thấy không có khả năng bất ổn dai dẳng với Bitcoin.

Trong nghiên cứu về mối quan hệ giữa vàng và USD, Capie và cộng sự (2005) đã đề xuất bổ sung biến chỉ số giá USD vào mô hình kỳ vọng. Tham số của biến này sẽ cho thấy mối liên hệ giữa vàng và USD. Để có thêm bằng chứng về mối quan hệ giữa Bitcoin và tiền tệ, chúng tôi thực hiện thêm mô hình GJR-GARCH(1,1) trong đó bổ sung thêm biến tỷ suất sinh lợi chỉ số giá USD vào mô hình (5). Kết quả ước lượng trình bày trong bảng 7. Kết quả cho thấy tham số biến tỷ suất sinh lợi chỉ số giá USD (Dollar index return) trong mô hình đo lường suất sinh lợi của Bitcoin là không có ý nghĩa thống kê. Trong khi đó, các tài sản quốc tế khác như vàng, tiền tệ và chứng khoán có mối liên hệ với USD. Tham số biến Dollar index return trong các mô hình này có ý nghĩa thống kê với giá trị gần bằng 1 đối với các tài sản là vàng giao ngay, vàng tương lai, EUR/USD và GBP/USD. Kết quả này một lần nữa cho thấy Bitcoin chưa có mối liên hệ với tiền tệ.

**Bảng 6: Kết quả hồi quy mô hình (5) và (6) – danh mục tài sản thị trường quốc tế**

r	BITCOIN	GOLD CASH	GOLD F4	EUR	GPB	FTSE	MSCI	USD CHODEN	GOLDVN	VN30
L.r	0.230*** (0.0256)	-0.0303 (0.0310)	-0.0353 (0.0294)	0.0446* (0.0259)	0.0234 (0.0293)	0.0447* (0.0246)	-0.0746*** (0.0254)	-.07791** (02708)	-0.00673 (0.0278)	0.0601** (0.0269)
c	0.00266*** (0.000698)	0.000134 (0.000218)	0.000181 (0.000213)	6.88e-05 (0.000108)	3.62e-05 (0.000138)	0.000567*** (0.000194)	0.00118*** (0.000158)	5.98e-06 (0000184)	-3.44e-05 (8.39e-05)	0.00115*** (0.000215)
$\alpha$	0.164*** (0.0197)	0.0773*** (0.0147)	0.0366*** (0.00780)	0.0373*** (0.0100)	0.152*** (0.0174)	-0.00458 (0.00727)	0.0299*** (0.0111)	0.403*** (0.0279)	0.683*** (0.0525)	0.0414*** (0.0102)
$\gamma$	-0.0711*** (0.0208)	0.0586*** (0.0187)	-0.00556 (0.00833)	0.0202 (0.0143)	-0.0388 (0.0244)	0.181*** (0.0189)	0.349*** (0.0342)	-0.214*** (0.0311)	-0.488*** (0.0550)	0.252*** (0.0320)
$\beta$	0.865*** (0.00998)	0.843*** (0.0148)	0.953*** (0.00793)	0.948*** (0.00846)	0.709*** (0.0453)	0.907*** (0.00950)	0.821*** (0.0175)	0.731*** (0.0105)	0.647*** (0.0134)	0.824*** (0.0161)
$\omega$	2.81e-05*** (4.32e-06)	5.16e-06*** (8.60e-07)	1.05e-06*** (3.05e-07)	1.55e-07** (6.69e-08)	5.42e-06*** (1.17e-06)	1.47e-06*** (3.47e-07)	1.45e-06*** (3.07e-07)	5.87e-08*** (3.82e-09)	1.46e-06*** (9.84e-08)	3.88e-06*** (6.71e-07)
$\alpha+\beta+\gamma/2$	0.99345	0.9496	0.98682	0.9954	0.8416	0.99292	<b>1.0254</b>	<b>1.027</b>	<b>1.086</b>	0.9914

Giá trị sai số chuẩn trong ngoặc đơn. \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

**Bảng 7: Mối quan hệ của Bitcoin và các tài sản khác với chỉ số giá đô la**

r	BITCOIN	GOLD CASH	GOLD F4	EUR	GPB	FTSE	MSCI	USD CHODEN	GOLD VN	VN30
l,r	0.231*** (0.0258)	0.000782 (0.0254)	-0.0496* (0.0270)	-0.0871*** (0.0159)	-0.0358 (0.0240)	0.0443* (0.0250)	-0.0805*** (0.0249)	-0.0874*** (0.0270)	-0.00970 (0.0278)	0.0595** (0.0270)
<b>Dollar index return</b>	<b>-0.266</b> (0.176)	<b>-0.994***</b> (0.0356)	<b>-0.840***</b> (0.0368)	<b>-0.937***</b> (0.0187)	<b>-0.731***</b> (0.0321)	<b>0.217***</b> (0.0500)	<b>-0.201***</b> (0.0333)	<b>0.00912*</b> (0.00552)	<b>-0.00779</b> (0.0225)	<b>0.0337</b> (0.0573)
c	0.00270*** (0.000700)	0.000141 (0.000198)	0.000165 (0.000203)	6.37e-06 (7.73e-05)	3.58e-05 (0.000117)	0.000571*** (0.000193)	0.00119*** (0.000155)	7.08e-06 (1.83e-05)	-3.64e-05 (8.41e-05)	0.00115*** (0.000214)
$\alpha$	0.164*** (0.0197)	0.164*** (0.0191)	0.0665*** (0.0113)	0.0580*** (0.0111)	0.120*** (0.0138)	-2.94e-05 (0.00813)	0.0311*** (0.0109)	0.410*** (0.0283)	0.679*** (0.0531)	0.0415*** (0.0101)
$\gamma$	-0.0673*** (0.0209)	-0.0289 (0.0297)	-0.0356*** (0.0129)	-0.0272** (0.0124)	0.0247 (0.0267)	0.191*** (0.0205)	0.352*** (0.0355)	-0.217*** (0.0314)	-0.483*** (0.0551)	0.252*** (0.0320)
$\beta$	0.862*** (0.0102)	0.810*** (0.0141)	0.932*** (0.00938)	0.945*** (0.00811)	0.755*** (0.0317)	0.897*** (0.0110)	0.819*** (0.0180)	0.728*** (0.0105)	0.646*** (0.0139)	0.825*** (0.0160)
$\omega$	2.94e-05*** (4.45e-06)	4.38e-06*** (6.26e-07)	1.49e-06*** (3.19e-07)	1.40e-07*** (3.92e-08)	3.04e-06*** (5.71e-07)	1.68e-06*** (3.80e-07)	1.45e-06*** (3.20e-07)	5.86e-08*** (3.80e-09)	1.47e-06*** (1.03e-07)	3.86e-06*** (6.73e-07)

*Giá trị sai số chuẩn trong ngoặc đơn. \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$*



## 5. Kết luận

Dyhrberg (2016) là người tiên phong nêu bằng chứng khoa học cho thấy Bitcoin là tài sản có đặc điểm hỗn hợp giữa vàng và tiền pháp định. Nhận định này đã được phủ định bởi Baur và cộng sự (2018). Trong nghiên cứu này, một lần nữa chúng tôi đánh giá lại vai trò của Bitcoin và tìm bằng chứng khoa học dựa trên phân tích dữ liệu suất sinh lợi của Bitcoin từ năm 2015-2021. Chúng tôi sử dụng mô hình như Dyhrberg (2016) đề xuất, từ đó so sánh tham số của mô hình trong 2 giai đoạn. Chúng tôi cũng sử dụng mô hình không có biến ngoại sinh để so sánh bất ổn của Bitcoin với các tài sản khác như vàng, USD, chỉ số giá chứng khoán trên thị trường quốc tế. Chúng tôi cũng phân tích bổ sung thêm các tài sản có đặc tính bất ổn cao như giá vàng, giá USD thị trường chợ đen, giá chứng khoán (VN30) vào danh mục so sánh.

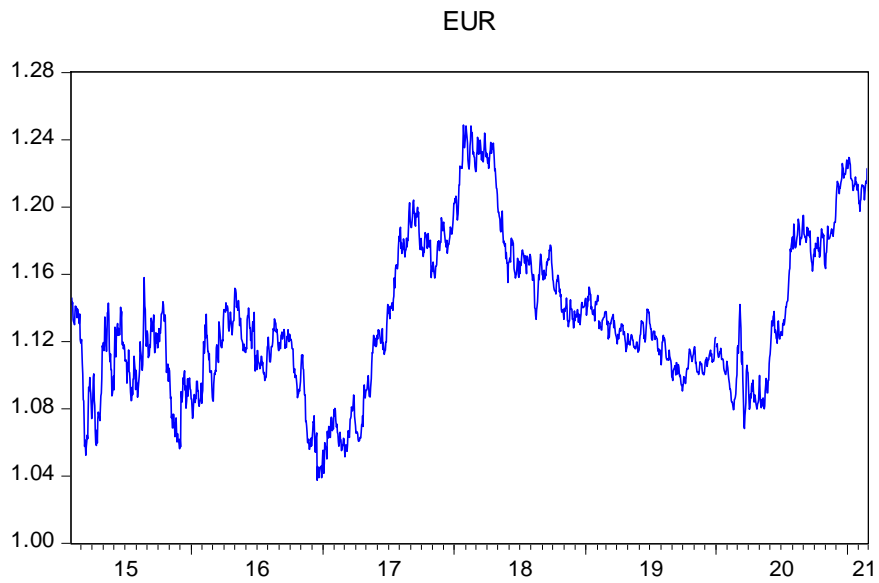
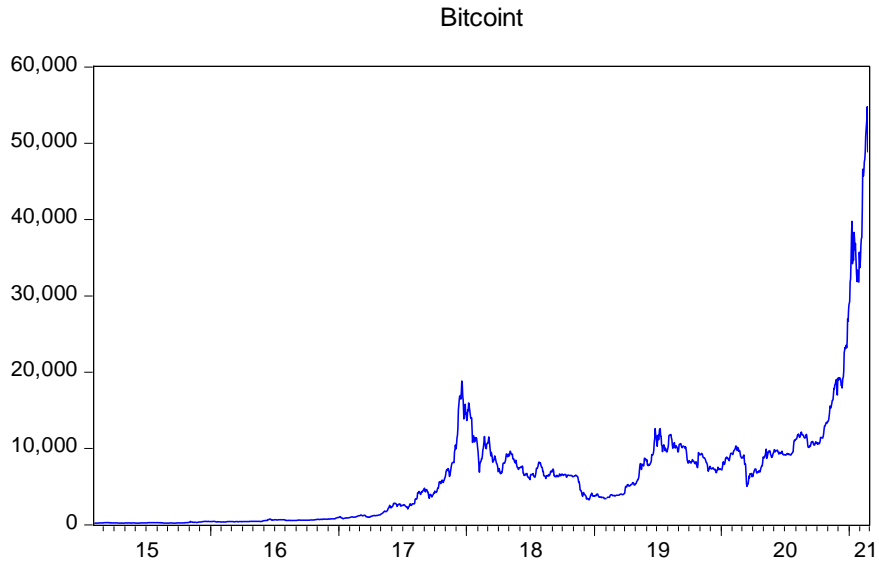
Kết quả nghiên cứu cho thấy, trong các biến ngoại sinh được cho có tác động đến lợi nhuận của Bitcoin mà Dyhrberg (2016) đã đề xuất, chỉ có lãi suất chính sách của Mỹ có tác động ngược chiều đến lợi nhuận và độ bất ổn của Bitcoin trong mức ý nghĩa thống kê. Kết quả từ mô hình phương sai cho thấy tồn tại hiệu ứng đòn bẩy. Kết quả này cho thấy mô hình do Dyhrberg (2016) đề xuất đã không cho kết quả nhất quán khi thay đổi thời gian thu thập dữ liệu. Từ đó nhận định của tác giả này về đặc tính của Bitcoin không còn chính xác.

Khi mở rộng phân tích lợi nhuận, đặc tính bất ổn của Bitcoin và các tài sản khác trong danh mục so sánh, chúng tôi nhận thấy mối quan hệ giữa Bitcoin và tiền tệ không có ý nghĩa thống kê mức 5%. Bitcoin cũng không có mối quan hệ với chỉ số giá USD trong mức ý nghĩa thống kê khi chỉ số này được bổ sung vào mô hình kỳ vọng. Kết quả này cũng không ủng hộ Bitcoin là tài sản hỗn hợp giữa vàng và tiền tệ.

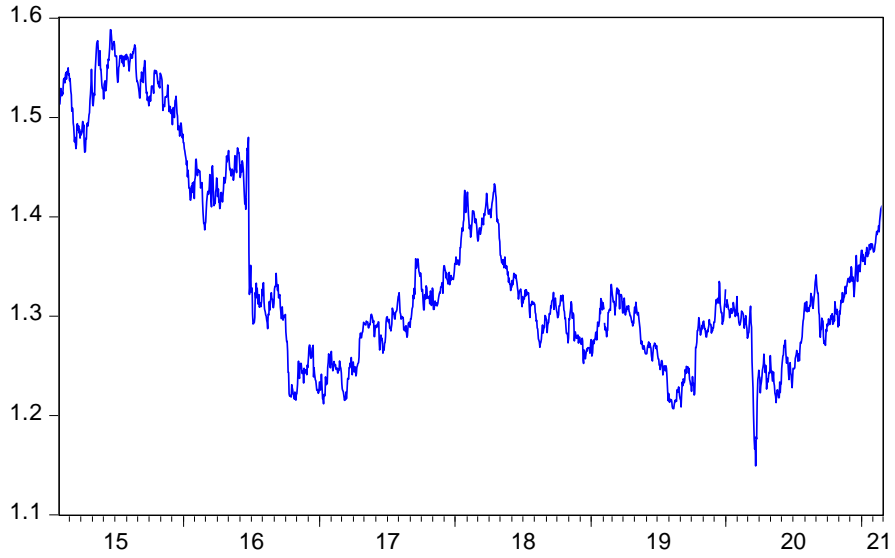
Trong danh mục so sánh tài sản thị trường nội địa, Bitcoin vẫn có suất sinh lợi cao và bất ổn lớn hơn. Bitcoin có tương quan cùng chiều với vàng và chứng khoán trong mức ý nghĩa thống kê 5%. Tương quan cặp giữa Bitcoin và USD/VND chợ đen cùng chiều nhưng không có ý nghĩa thống kê. Điều này hàm ý nhà đầu tư trong nước không thể chọn Bitcoin để đa dạng hóa danh mục đầu tư.

Các phân tích về độ bất ổn của các tài sản cho thấy hiệu ứng ARCH của Bitcoin có giá trị lớn hơn so với các tài sản trên thị trường quốc tế nhưng vẫn nhỏ hơn so với giá USD/VND chợ đen và giá vàng ở thị trường nội địa. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy Bitcoin có hiệu ứng bất cân xứng với cú sốc giảm. Đặc biệt, hiệu ứng bất cân xứng có thể tồn tại dai dẳng trong thời gian dài (volatility persistence) đối với cả Bitcoin và tiền tệ.

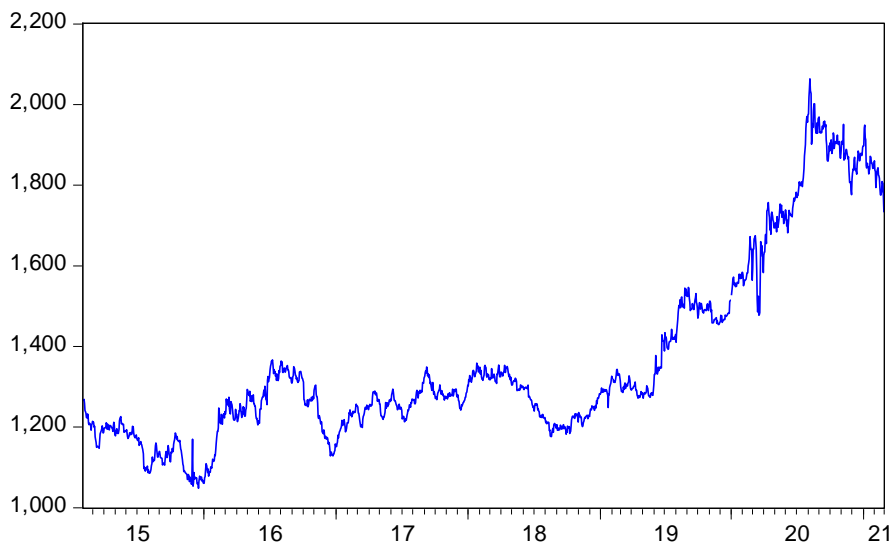
**Phụ lục 1: Diễn biến giá Bitcoin và các tài sản khác trong mô hình (1)**



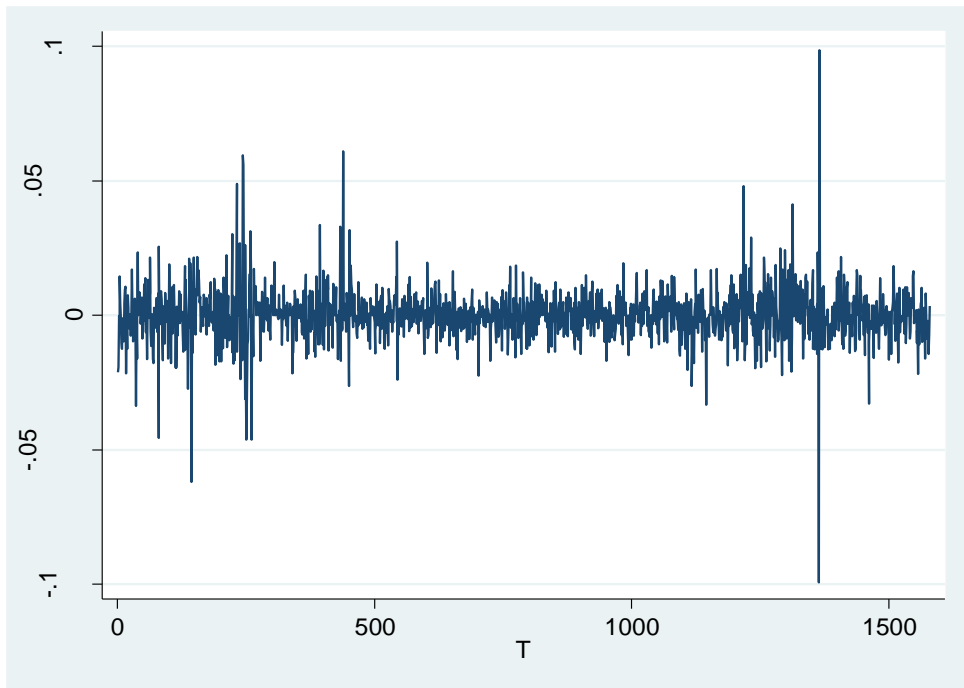
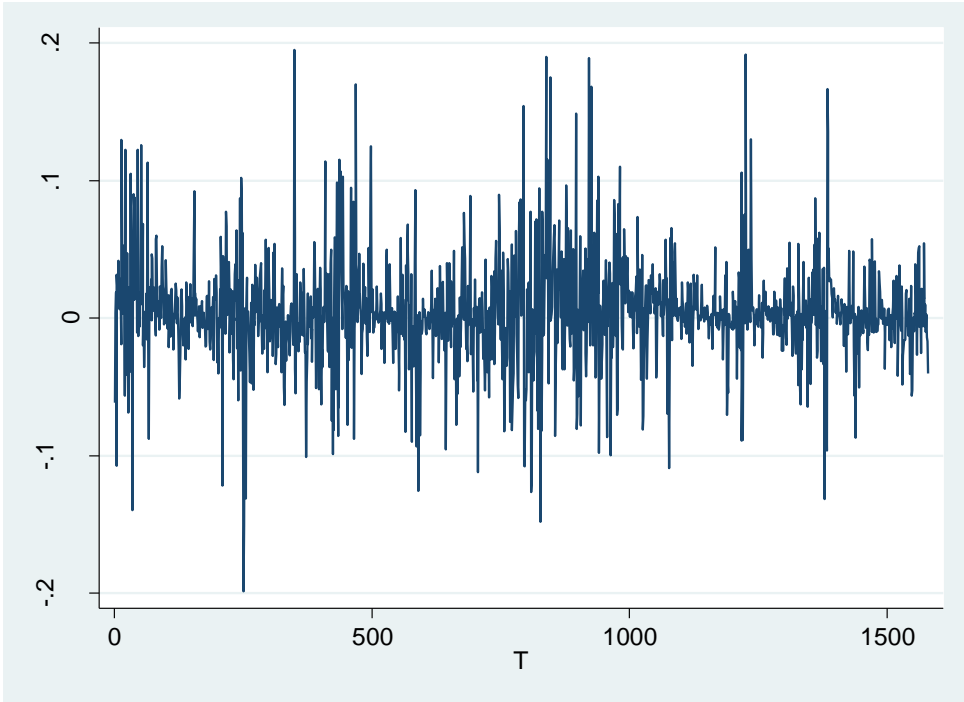
GPB

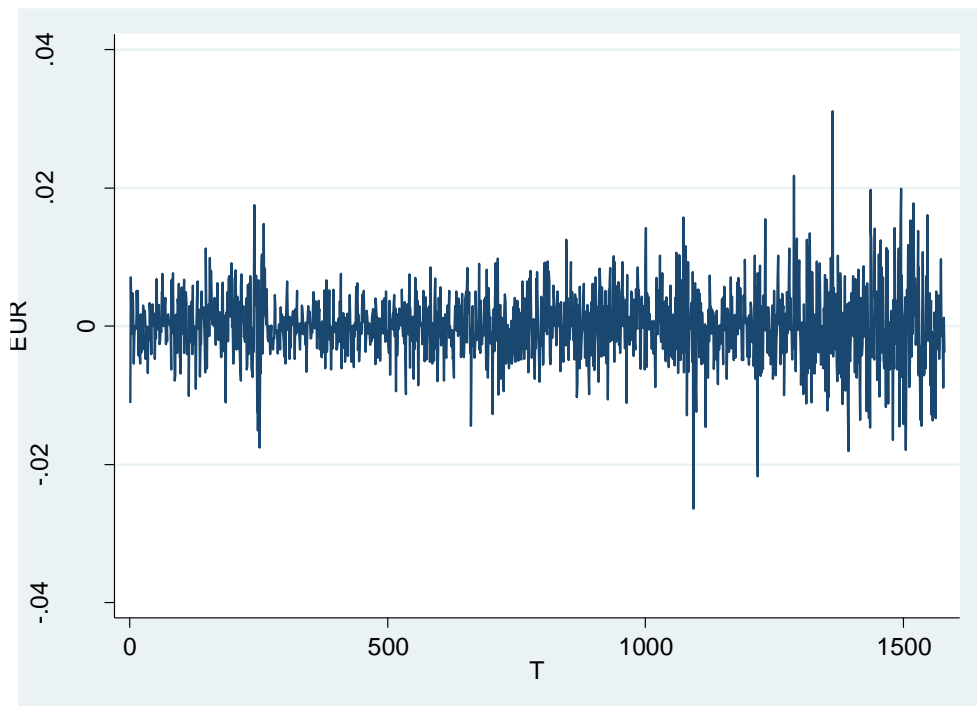
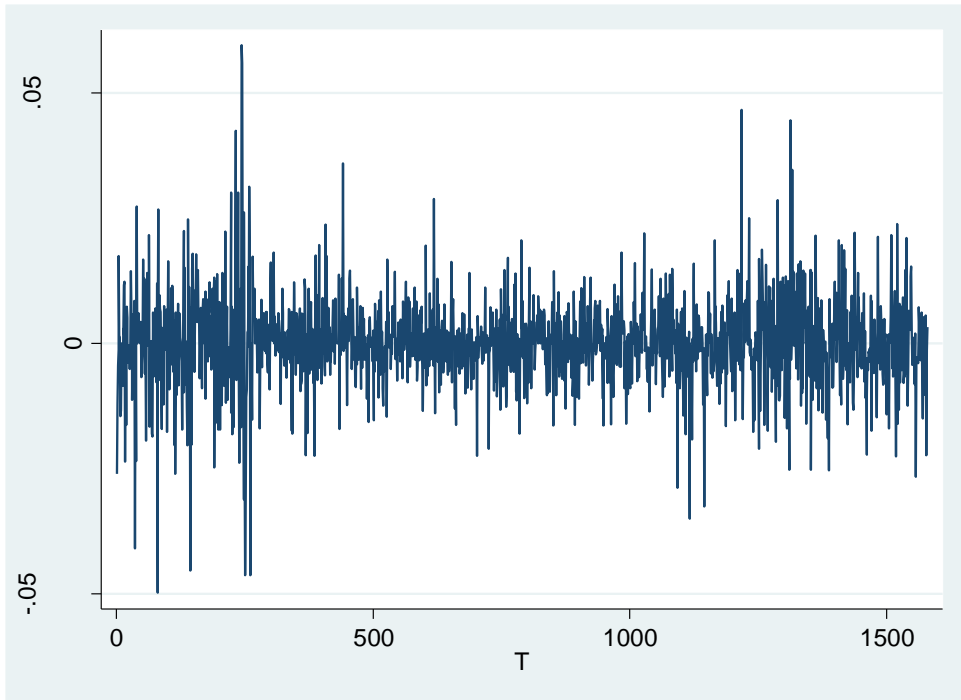


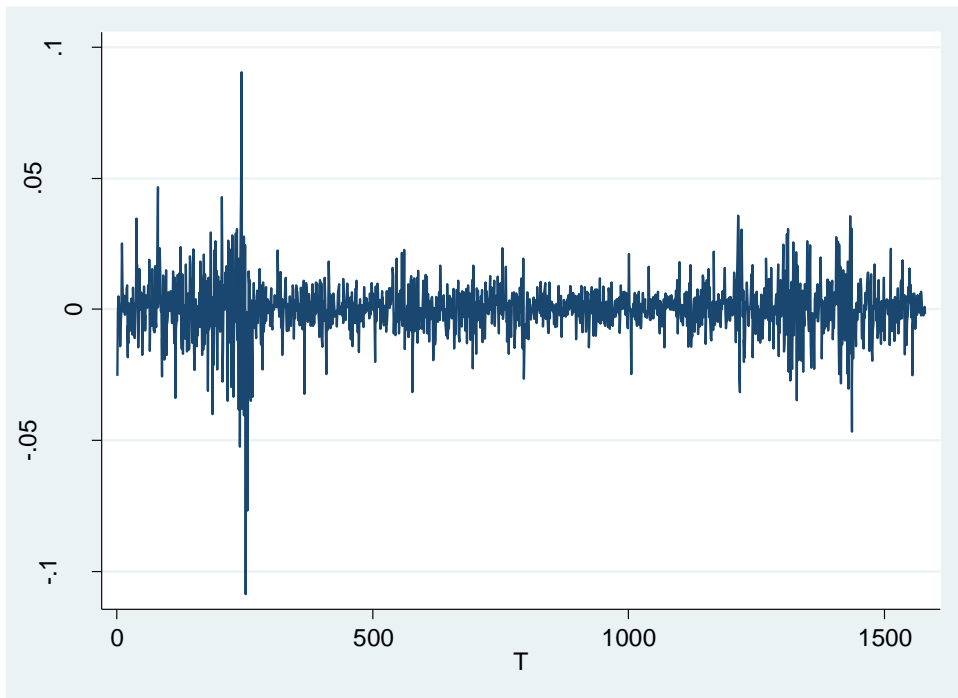
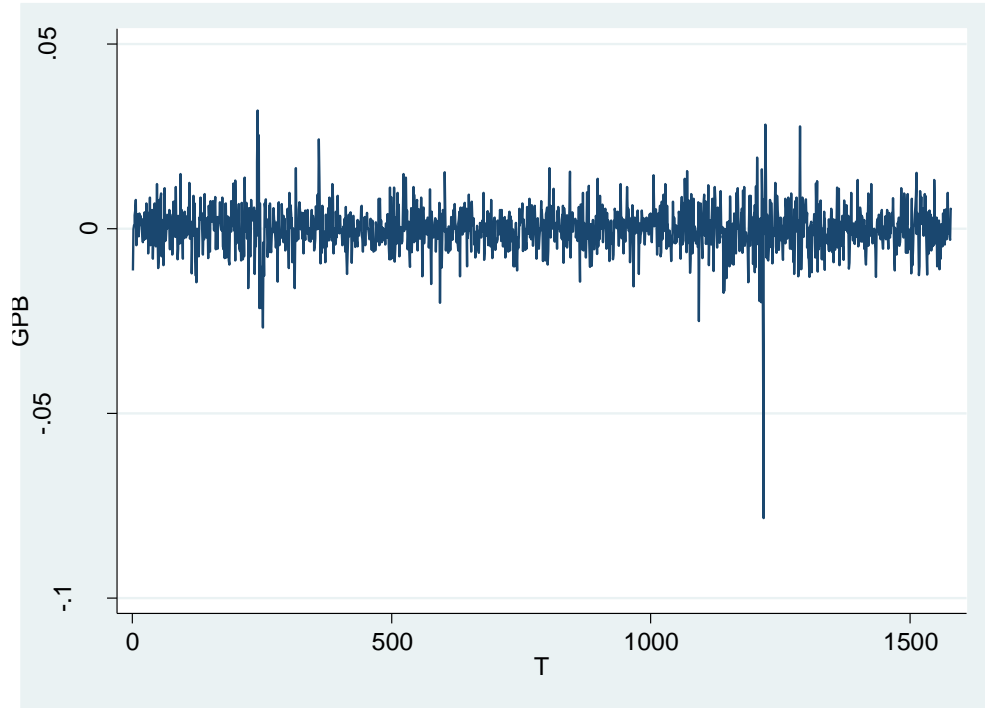
Gold\_cash

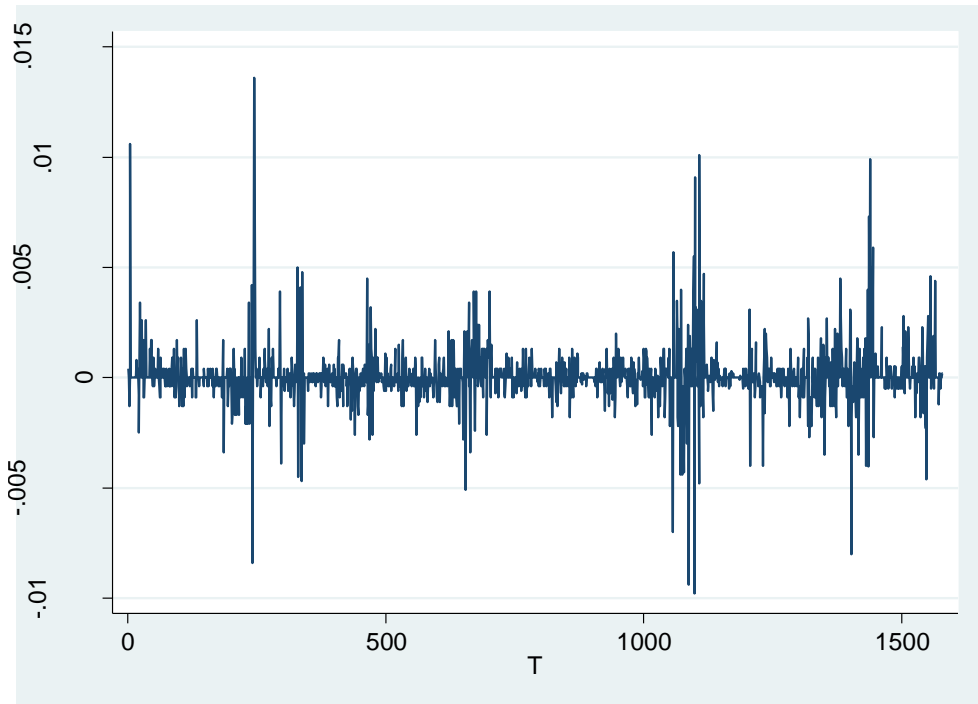
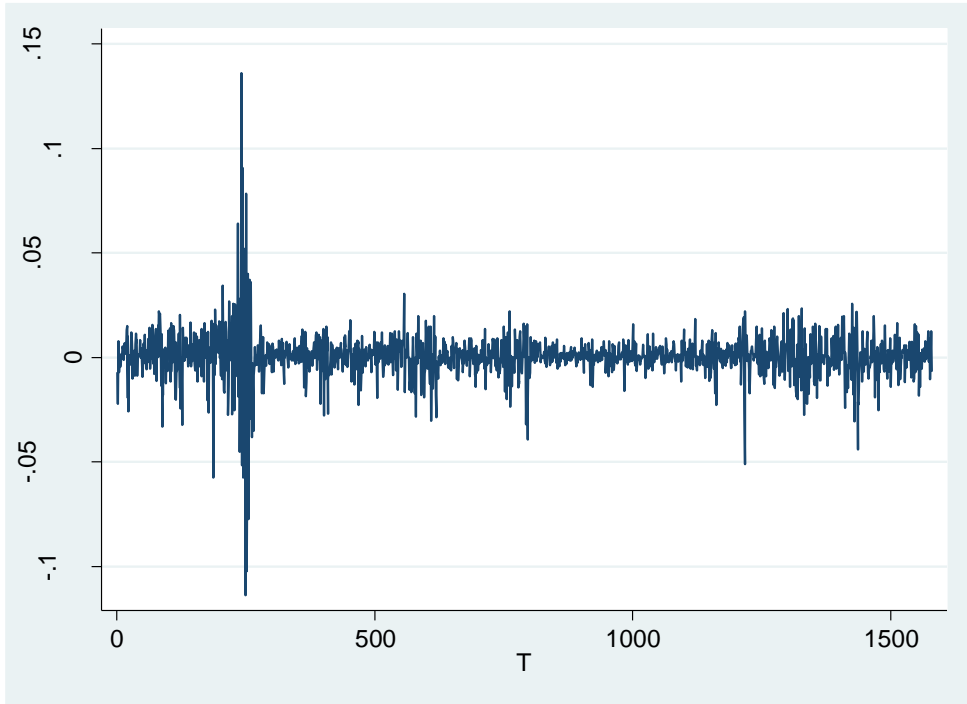


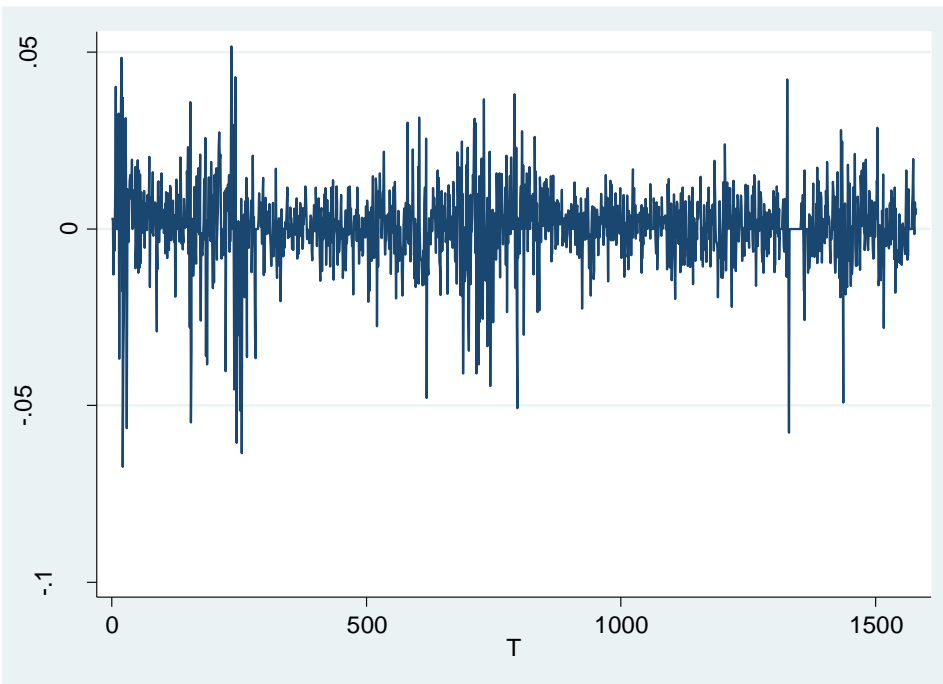
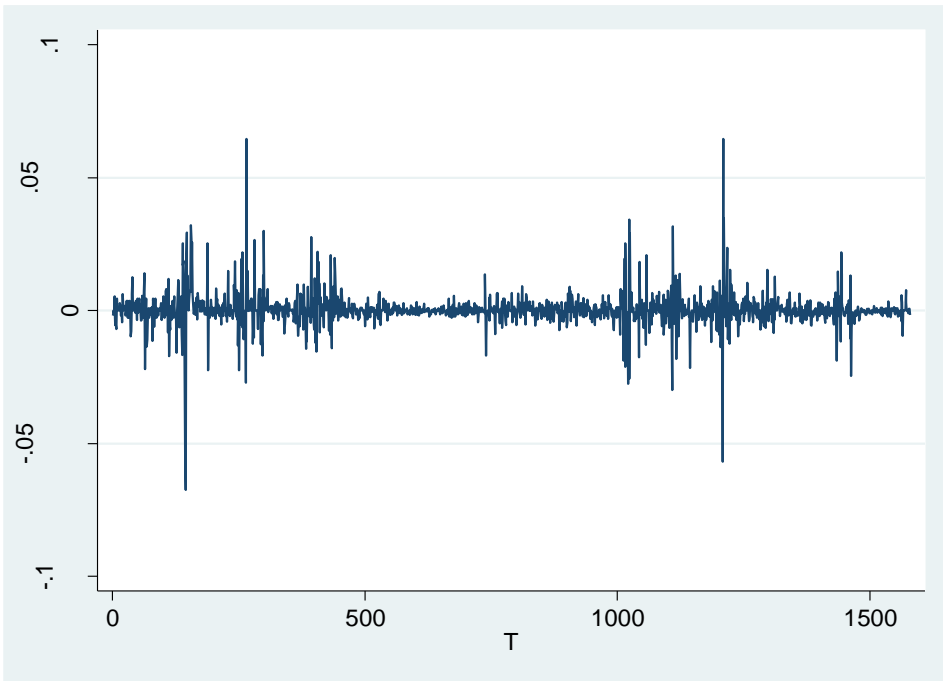
**Phụ lục 2: Biến động tỷ suất sinh lợi các tài sản trong mô hình (5)**













### Tài liệu tham khảo

- ARDIA, D., BLUTEAU, K. & RÜEDE, M. 2019. Regime changes in Bitcoin GARCH volatility dynamics. *Finance Research Letters*, 29, 266-271.
- BAUR, D. G. & DIMPFL, T. 2021. The volatility of Bitcoin and its role as a medium of exchange and a store of value. *Empirical Economics*.
- BAUR, D. G., DIMPFL, T. & KUCK, K. 2018. Bitcoin, gold and the US dollar – A replication and extension. *Finance Research Letters*, 25, 103-110.
- BLACK, F. 1976. Studies of Stock Market Volatility Changes. *proceedings of the American Statistical Association, Business and Economic Statistics Section*, 177-181.
- BLAU, B. M. 2017. Price dynamics and speculative trading in bitcoin. *Research in International Business and Finance*, 41, 493-499.
- BÖHME, R., CHRISTIN, N., EDELMAN, B. & MOORE, T. 2015. Bitcoin: Economics, Technology, and Governance. *Journal of Economic Perspectives*, 29, 213-38.
- BOUOYOUR, J. & SELMI, R. 2016. Bitcoin: a beginning of a new phase? *Economics Bulletin*, 36, 1430-1440.
- BRITO, J. & CASTILLO, A. 2013. *Bitcoin: A primer for policymakers*, Mercatus Center at George Mason University.
- CAPIE, F., MILLS, T. C. & WOOD, G. 2005. Gold as a hedge against the dollar. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 15, 343-352.
- CHAUM, D. Blind Signatures for Untraceable Payments. 1983 Boston, MA. Springer US, 199-203.
- CHEAH, E.-T. & FRY, J. 2015. Speculative bubbles in Bitcoin markets? An empirical investigation into the fundamental value of Bitcoin. *Economics Letters*, 130, 32-36.
- DWYER, G. P. 2015. The economics of Bitcoin and similar private digital currencies. *Journal of Financial Stability*, 17, 81-91.
- DYHRBERG, A. H. 2016. Bitcoin, gold and the dollar – A GARCH volatility analysis. *Finance Research Letters*, 16, 85-92.
- ECB 2012. Virtual Currency Schemes. European Central Bank.
- ENGLE 2001. *Applied Econometric Time Series*, Wiley.
- GLASER, F., ZIMMERMANN, K., HAFERKORN, M. & WEBER, M. C. 2014. Bitcoin - Asset or Currency? Revealing Users' Hidden Intentions. *International Finance eJournal*, Corpus ID: 14672410.
- GLOSTEN, L. R., JAGANNATHAN, R. & RUNKLE, D. E. 1993. On the Relation between the Expected Value and the Volatility of the Nominal Excess Return on Stocks. *The Journal of Finance*, 48, 1779-1801.
- GUESMI, K., SAADI, S., ABID, I. & FTITI, Z. 2019. Portfolio diversification with virtual currency: Evidence from bitcoin. *International Review of Financial Analysis*, 63, 431-437.
- HAMMOUDEH, S. & YUAN, Y. 2008. Metal volatility in presence of oil and interest rate shocks. *Energy Economics*, 30, 606-620.

- HUSSAIN SHAHZAD, S. J., BOURI, E., ROUBAUD, D. & KRISTOUFEK, L. 2020. Safe haven, hedge and diversification for G7 stock markets: Gold versus bitcoin. *Economic Modelling*, 87, 212-224.
- KATSIAMPA, P. 2017. Volatility estimation for Bitcoin: A comparison of GARCH models. *Economics Letters*, 158, 3-6.
- LING, S. & MCALEER, M. 2002. Stationarity and the existence of moments of a family of GARCH processes. *Journal of Econometrics*, 106, 109-117.
- NAKAMOTO, S. 2008. *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System* [Online]. Available: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> [Accessed 31/3/2021].
- REINSEL, G. C. 2003. *Elements of multivariate time series analysis*, Springer Science & Business Media.
- SELGIN, G. 2015. Synthetic commodity money. *Journal of Financial Stability*, 17, 92-99.
- TULLY, E. & LUCEY, B. M. 2007. A power GARCH examination of the gold market. *Research in International Business and Finance*, 21, 316-325.
- WHELAN, K. 2013. *How Is Bitcoin Different From The Dollar?* [Online]. Available: <http://www.forbes.com/sites/karlwhelan/2013/11/19/how-is-bitcoin-different-from-the-dollar/> [Accessed 31/3/2021].
-

56.

## **GIÁ TRỊ HỢP LÝ CỦA BITCOIN - MÔ HÌNH CHI PHÍ KHAI THÁC: HỖ TRỢ PHÂN TÍCH CƠ BẢN**

**Phạm Thu Hương\***

**Lê Tuấn Định\*\***

**Lê Đạt Chí\*\***

### **Tóm tắt**

*Nghiên cứu này nhằm xác định các yếu tố quyết định có khả năng hình thành nên giá trị của bitcoin. Rõ ràng sức hấp dẫn của bitcoin ngày càng lớn, sự phát triển nhanh chóng và được công nhận các loại tiền kỹ thuật số là một lớp tài sản mới. Do đó việc cố gắng tìm hiểu các yếu tố ảnh hưởng đến sự hình thành giá trị của nó trở nên quan trọng. Ngoài ra, việc kiểm tra mô hình chi phí khai thác được đề xuất để định giá bitcoin. Kết quả từ mô hình hồi quy và kiểm định VAR cho thấy chi phí sản xuất (biên) đóng vai trò quan trọng trong việc giải thích giá trị cơ bản của bitcoin, thách thức các cáo buộc cho rằng bitcoin về cơ bản là vô giá trị. Dữ liệu cho thấy một bong bóng giá bắt đầu vào quý 3 năm 2017 đã vỡ vào đầu năm 2018, sau đó đã hội tụ với mô hình chi phí biên. Chủ đề này không chỉ có tầm quan trọng chung đối với lĩnh vực tài chính và kinh tế, mà còn giao thoa với khoa học máy tính, hệ thống thông tin và ứng dụng mật mã học.*

**Từ khóa:** Chi phí khai thác Bitcoin, định giá Bitcoin, giá trị nội tại của Bitcoin.

### **1. Giới thiệu**

Do sự hấp dẫn và được chấp nhận phổ biến ngày càng tăng của bitcoin và tiền kỹ thuật số, việc cố gắng tìm hiểu các yếu tố ảnh hưởng đến sự hình thành giá trị của bitcoin càng trở nên quan trọng. Vừa trải qua một thời kỳ khó khăn, nhưng bitcoin và tiền kỹ thuật số vẫn đang phát triển nhanh chóng trong vài năm qua, đã có một thị trường phát triển sôi động và được công nhận các loại Tiền kỹ thuật số là một lớp tài sản mới, đại diện cho nó chính

---

\* Trường Đại học Mở TP. HCM

\*\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [chitcdn@ueh.edu.vn](mailto:chitcdn@ueh.edu.vn)

là bitcoin. Do đó, khả năng định giá bitcoin và Tiền kỹ thuật số có liên quan đang trở nên quan trọng đối với việc đầu tư như một tài sản tài chính hợp pháp.

Tương lai của Bitcoin và các nền tảng Tiền kỹ thuật số khác có khả năng thay thế các hệ thống tài chính truyền thống. Sự thay thế có hiệu quả tốt hơn nhiều so với giao dịch trong lĩnh vực ngân hàng và các cơ quan tiền tệ, chính là thiết lập sự tin tưởng thông qua công nghệ Blockchain. Nó có thể cung cấp quyền truy cập vào các dịch vụ tài chính mà không thông qua bên thứ ba (như ngân hàng, cơ quan tiền tệ...), cho phép chuyển tiền với chi phí cực thấp xuyên quốc gia và đóng vai trò như một nơi lưu trữ giá trị. Điều này khiến một số người kết luận rằng giá của tiền kỹ thuật số, cụ thể bitcoin, như bong bóng đầu cơ khủng lồ. Tuy nhiên, mức độ phổ biến và giá trị của tiền kỹ thuật số tiếp tục gia tăng rất xa con số “không”. Trong bối cảnh đó, việc xác định giá trị cơ sở của bitcoin ngày càng được quan tâm.

Bài nghiên cứu này tính toán chi phí lý thuyết để khai thác mỗi bitcoin dựa trên chi phí sản xuất biên hoặc ít nhất là giới hạn thấp nhất bởi việc “khai thác” một bitcoin mới thông qua nỗ lực tính toán cùng với sự tiêu thụ điện năng của các phần cứng, dẫn đến chi phí thực tế cho những người tham gia khai thác và do đó giá trị cơ sở của bitcoin là chi phí sản xuất hiện tại. Đồng thời kiểm tra lại mô hình chi phí so với giá thị trường được quan sát. Bằng cách sử dụng hồi quy OLS chỉ ra rằng giá mô hình giải thích khoảng 78% so giá thị trường quan sát được và hơn 96% trong thay đổi giá trị so với giá quan sát. Sau đó kiểm định Granger để chứng thực kết quả từ mô hình, điều này bác bỏ mạnh mẽ giả thuyết: giá từ mô hình không là “nguyên nhân” dẫn đến giá thị trường. Kiểm định này được sử dụng không khẳng định tính nhân quả, mà hỗ trợ quan điểm rằng giá từ mô hình và giá quan sát có mức độ ý nghĩa thống kê theo thời gian.

Có một số tài liệu học thuật đã nổi lên khi xác định giá trị tiền kỹ thuật số, đặc biệt bitcoin. Phần lớn cuộc nghiên cứu kinh tế này được thực hiện cố gắng giải quyết “tính tiền tệ” của bitcoin hoặc liệu nó có giống với tiền định danh hay là hàng hóa hay không (Gertchev, 2013; Harwick, 2014; Bergstra, 2014).

Hanley (2013) đề xuất rằng giá trị của bitcoin và altcoin chỉ là một định giá thị trường thuần túy và không có giá trị cơ bản hỗ trợ nào. Woo & cộng sự (2013) cho rằng bitcoin có thể có một số giá trị hợp lý do thuộc tính giống tiền, như một phương tiện trao đổi và lưu trữ giá trị, nhưng không có bất kỳ cơ sở cơ bản nào. Jenssen (2014) xác định cơ chế “bằng chứng công việc” (proof of work) trong khai thác thực tế chỉ sử dụng tài nguyên máy tính. Jessen (2014) cũng lập luận rằng giá thị trường của bitcoin là do yếu tố giới hạn nguồn cung - chỉ có 21 triệu bitcoin có thể khai thác được.

Alstyne (2014) coi giá trị của bitcoin chính là giá trị công nghệ trong việc giải quyết vấn đề chi tiêu gấp đôi. Mặc dù điều này nói lên được khả năng tồn tại của bitcoin, nhưng nó không tạo ra giá trị cốt yếu, với câu hỏi: Vì sao với các loại tiền điện tử khác cùng giao thức hoặc được thiết kế tương tự, nhưng lại có giá trị tương đối khác nhau? Ví dụ: bitcoincash và litecoin.

Với một số nhà nghiên cứu tuyên bố rằng không có nền tảng cơ bản nào cho giá trị của bitcoin (Hanley, 2013; Yermack, 2013) và Cheah & Fry (2015) tiếp tục lặp lại những bình luận này của Jamie Dimon, CEO của ngân hàng đầu tư JPMorgan Chase, khi khẳng định không có giá trị cơ bản nào của bitcoin và toàn bộ việc theo đuổi là vô ích. Thậm chí Wall Street Journal đã chỉ ra rằng bitcoin “gần như không có giá trị” (Mackintosh, 2017).

Yermack (2013) xem xét và chỉ ra điểm yếu của bitcoin như một loại tiền tệ và cho rằng bitcoin (và tất cả các loại tiền điện tử khác) không có giá trị nội tại. Chúng tôi cho rằng đặc tính của bitcoin là vô hình và công việc khai thác bằng cách tính toán các hàm băm (hash) thay vì sử dụng con người hay máy móc. Và bitcoin thật sự có giá trị nội tại, mặt dù là vô hình, kỹ thuật số. Không thể so sánh trực tiếp với giá trị nội tại hữu hình như các tài sản khác như vàng. Chúng tôi không đồng ý với lời khẳng định bitcoin và các loại tiền điện tử khác không phải là tiền và nhiều vấn đề cản trở nó tiến đến sự chấp nhận. Yermack (2013) đưa ra một điểm hợp lệ rằng sự biến động giá của bitcoin với đô-la là khá cao và có sự chênh lệch đáng kể giữa các sàn giao dịch. Và điều này có thể gây ra vấn đề khi cố gắng phân tích dữ liệu giá.

Bouoiyour & Selmi (2014) cố gắng mô tả giá trị bitcoin bằng cách hồi quy giá thị trường bằng một số biến số độc lập: giá vàng (GP), sự hấp dẫn đối với người dùng (TTR), vận tốc luân chuyển bitcoin (MBV),... Phần lớn các biến hồi quy không có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5% hoặc tốt hơn. Mô hình giá trị bitcoin ( $LBPI_t$ ) theo thang logarithmic có ý nghĩa đáng kể, nhưng chỉ là một bằng chứng của phân tích chuỗi thời gian. Chỉ có hồi quy trên biến “sự hấp dẫn đối với người dùng” ( $LTTR_t$ ) theo thang logarithmic là có ý nghĩa ở mức 1%. Phát hiện này rất thú vị, nó cho thấy nhiều biến có thể được đưa ra giả thuyết để mang lại giá trị thực sự hay không. Trong hồi quy bội 18 biến, giá trị  $R^2$  mà họ tính được là 0,46 - tức là các biến hồi quy chỉ nói lên 46% giá trị bitcoin hay một số biến khác không có trong mô hình chiếm hơn một nửa giá trị này. Vì trong giai đoạn còn non trẻ, tính đầu cơ và biến động cao, sử dụng phân tích chuỗi thời gian có thể gây hiểu lầm và dễ giải thích sai trong thời gian ngắn tồn tại của bitcoin.

Polasik & cộng sự (2015) kết luận rằng sự hình thành giá bitcoin là kết quả chủ yếu của sự phổ biến và nhu cầu giao dịch của người dùng. Họ cũng sử dụng biến “sự hấp dẫn đối

với người dùng” và thấy biến này có ý nghĩa cao, trong khi khối lượng giao dịch lại không. Chúng tôi cho rằng việc sử dụng các kết quả về sự hấp dẫn đối với người dùng không phải là một số liệu tốt, có thể mỗi tương quan tìm thấy không chính xác. Trong giai đoạn nghiên cứu này diễn ra, giá bitcoin đang tăng lên nhanh chóng. Chính vì thế đã khiến truyền thông chú ý và được nhiều người biết đến, cho tới khi càng nhiều người tìm kiếm trên internet để có thêm thông tin.

Trong bài nghiên cứu của Glaser & cộng sự (2014) chỉ ra rằng, người dùng có xu hướng sử dụng bitcoin như một loại hàng hóa thay vì tiền tệ thanh toán. Garcia & cộng sự (2014) và Adam Hayes (2015) khẳng định rằng chi phí sản xuất thông qua khai thác có thể có ý nghĩa trong việc đưa ra giá trị nội tại của bitcoin với một giá trị cơ bản khi nó đại diện cho giới hạn thấp nhất. Bài nghiên cứu này sẽ xây dựng trên ý tưởng chung đó và chính thức hóa để xác định mô hình chi phí khai thác bitcoin của J. Botin (2015). Làm như vậy có thể xác định các mức hòa vốn lý thuyết về giá thị trường, chi phí điện, hiệu suất năng lượng và độ khó khai thác cho từng người tham gia - và có thể được mở rộng để tính trung bình cho toàn bộ mạng lưới.

## 2. Cơ sở lý thuyết

Bài nghiên cứu giả định bitcoin là đại diện cho một lớp tài sản mới (Burniske & White, 2017) và là một loại hàng hóa kỹ thuật số theo phán quyết của Tổng cố vấn Davis CFTC (Davis, 2018). Có một vài tác nhân cơ bản có mối liên hệ chặt chẽ vào giao thức của bitcoin khi mới hình thành. Các giá trị của các biến này luôn thay đổi theo thời gian, bao gồm:

- i. Tổng nguồn cung tối đa, với bitcoin là 21 triệu đồng và không thể tạo ra được nhiều hơn, được gọi là tổng cung tiền.
- ii. Mỗi khối (block) được tìm thấy bởi việc khai thác sẽ chứa một số đơn vị chỉ định. Bốn năm hoạt động đầu tiên, mỗi khối khai thác chứa phần thưởng 50 bitcoin, bốn năm tiếp theo 25 bitcoin, hiện tại đang ở mức 12,5 bitcoin và cứ như thế sẽ tiếp tục giảm một nửa khoảng bốn năm một lần. Điều này đại diện cho số lượng bitcoin cho mỗi khối được khai thác: phần thưởng khối.
- iii. Trung bình, một khối được “tìm thấy” bằng cách khai thác trên cùng một khoảng thời gian, bất kể cường độ nỗ lực khai thác như thế nào đi nữa. Con số này xoay quanh trung bình 10 phút. Được gọi là thời gian hình thành khối (Block Time).
- iv. Mạng lưới luôn kiểm tra để đảm bảo rằng Block Time đã chỉ định là một con số trung bình không đổi. Với bitcoin, sau khi 2016 khối được tìm thấy, hệ

thống sẽ kiểm tra xem liệu thời gian trung bình thực tế trong việc tạo các khối là lớn hay nhỏ hơn 10 phút. Cái này gọi là thay đổi mục tiêu độ khó (Difficulty Retarget).

- v. Độ khó (Difficulty) là một biến ngoại sinh, mô tả độ khó (sức mạnh tính toán) để tìm ra một khối mới với mức băm (hashpower) cố định. Do cơ chế Difficulty Retarget, độ khó sẽ điều chỉnh tăng/giảm khi nỗ lực khai thác tổng hợp toàn mạng lưới lớn/nhỏ.
- vi. Giá thị trường là giá có thể quan sát được trên các sàn giao dịch.

Điều quan trọng cần phải lưu ý, nếu sử dụng nhiều sức mạnh tính toán hơn (từ phần cứng khai thác) có thể tạm thời gia tăng hiệu suất khai thác; tuy nhiên, hệ thống sẽ kiểm tra lại Difficulty Retarget và điều chỉnh lại độ khó tương ứng để đảm bảo Block Time được giữ ở mức 10 phút. Do đó, theo giả thuyết bất kỳ ai đó đã sử dụng thiết bị khai thác có công nghệ mới, tiên tiến và mạnh hơn, mạng lưới sẽ phát hiện ra rằng thời gian trung bình giữ việc tạo khối thấp hơn 10 phút thì sẽ điều chỉnh lại độ khó tương ứng và cũng khiến các thiết bị khai thác cũ trở nên kém hiệu quả, bị lỗi thời.

Khả năng giá cả và sức mạnh tính toán có mối quan hệ nhân quả một chiều. Điều chắc chắn là sức mạnh tính toán sẽ được sử dụng ở nơi có lợi nhuận. Để kiểm tra điều này, một bài kiểm tra quan hệ nhân quả Granger đã được thực hiện dựa trên hai dữ liệu: giá trị trường và sức mạnh tính toán. Các kết quả chỉ ra mạnh mẽ rằng hai biến này không có mối quan hệ hai chiều, mà một chiều từ sức mạnh tính toán đến giá cả.

Mỗi đơn vị nỗ lực khai thác có một chi phí chìm cố định liên quan đến việc mua, vận chuyển và lắp đặt thiết bị khai thác. Các phần cứng cũng có một biến là chi phí trực tiếp tiêu thụ điện. Mỗi đơn vị năng lượng băm tiêu thụ một lượng điện cụ thể dựa trên hiệu suất của nó, tương tự chi phí cho công nhân khai thác trong thế giới thực. Bởi vì các tác nhân khai thác thường không thể trả chi phí điện bằng bitcoin, họ phải xem xét giá cả thị trường để đo lường khả năng sinh lời với chi phí tiền điện thực tế.

Đây dường như là trường hợp chi phí biên trong khai thác bitcoin, quan trọng trong việc hình thành giá trị. Thay vì tiếp cận bitcoin như một loại tiền kỹ thuật số hoặc tiền tệ, có lẽ thích hợp hơn nên coi nó một loại hàng hóa hay đại diện cho lớp tài sản kỹ thuật số trong một thị trường cạnh tranh giữa các tác nhân khai thác.

### 3. Mô hình chi phí khai thác bitcoin

Các biến quan trọng trong việc hình thành quyết định khai thác là:

- Chi phí điện ( $\$/kWh$ );

- Mức tiêu thụ năng lượng trên mỗi đơn vị nỗ lực khai thác ( $W/G_h/s$  hoặc  $J/G_h$ );
- Độ khó mạng lưới  $\delta$ ;
- Giá thị trường;
- Phần thưởng khối  $\beta$ .

Một người sẵn sàng thực hiện khai thác nếu chi phí biên mỗi ngày (ở đây là chi phí tiêu thụ điện) nhỏ hơn hoặc bằng sản phẩm biên (số bitcoin trung bình được tìm thấy nhân với giá trị thị trường). Nếu khai thác bitcoin là một thị trường hàng hóa cạnh tranh, mặc dù là kỹ thuật số, thì về lý thuyết chúng ta sẽ mong đợi chi phí biên tương đương với sản phẩm biên và cũng như tương đương với giá thị trường.

Chi phí chính trong khai thác là tiêu thụ năng lượng điện cần thiết để tạo thuận lợi cho việc tính toán. Ngoài ra, các chi phí khác như dịch vụ internet, bảo trì phần cứng, linh kiện... có thể được coi là không đáng kể.

Giá trị thị trường được quan sát thực tế xác định bởi cung-cầu bitcoin tại bất kỳ thời điểm nào, trong khi chi phí khai thác là giới hạn tối thiểu của giá thị trường để việc khai thác hòa vốn, là mức quyết định của các cá nhân hay công ty có nên tiếp tục khai thác hay không. Mặc dù giới hạn dưới này đại diện cho một giá trị nội tại, giá quan sát thực tế có thể lệch khỏi giá trị lý thuyết và xoay quanh với giá từ mô hình.

Tất nhiên, có khả năng sẽ có nhiều yếu tố chủ quan khác cho việc khai thác bitcoin ngoài các thành phần khách quan được xây dựng trong bài viết này: Những người ra quyết định có thể vẫn hoạt động bất kể chi phí như thế nào đi nữa nếu họ tin rằng có đủ tiềm năng tăng giá. Khai thác bitcoin có thể thu hút nhiều người bởi các tính năng ẩn danh và chính phủ không thể giám sát. Một số thợ mỏ có thể quyết định tích trữ một phần hay toàn bộ số bitcoin và không đưa số lượng bitcoin dự trữ vào lưu thông. Một số khác phải chịu chi phí cơ hội theo đó sẽ có lợi hơn khi sử dụng cùng một công suất điện cho hoạt động khác. Các lý do chủ quan để khai thác có thể khiến một số cá nhân đưa ra quyết định khai thác lỗi trong thời gian dài. Bitcoin có tính đầu cơ, giống như tiền tệ, phương tiện trao đổi và nơi lưu trữ giá trị, là một phần chủ quan vào bất kỳ nỗ lực khách quan nào trong việc hình thành giá trị nội tại.

Quyết định khách quan để khai thác có thể được mô hình hóa. Các đầu vào cần thiết: giá điện, mức tiêu thụ điện năng trên một đơn vị năng lượng khai thác, chi phí khai thác và số lượng bitcoin dự kiến được khai thác mỗi ngày dựa trên mức độ khó khăn của mạng lưới.



### 3.1. Thành lập mô hình

Công thức được thành lập dưới đây là cơ sở cho lợi nhuận, mức độ điều tiết sản xuất hàng ngày hay tỉ lệ hoàn vốn của việc khai thác bitcoin, được đo bằng số lượng bitcoin dự kiến khai thác mỗi ngày dựa trên một đơn vị năng lượng khai thác. Để đơn giản, cần xác định mức năng lượng băm ở mức 1000 Gh/s công suất khai thác (tương đương 1 Th/s). Trong thực tế, sức mạnh băm của một cá nhân khai thác có khả năng sai lệch ít nhiều so với 1000 Gh/s, tuy nhiên mức này có xu hướng đo lường tốt trong các tình huống hiện tại.

Số lượng bitcoin dự kiến sẽ được khai thác mỗi ngày có thể được tính như sau:

$$\text{bitcoin/ngày}^* = \left( \frac{\beta \cdot \rho}{\delta \cdot 2^{32}} \cdot 3600 \right) \cdot 24$$

Trong đó:

- $\text{bitcoin/ngày}^*$ : Số bitcoin dự kiến được khai thác mỗi ngày;
- $\beta$ : Phần thưởng mỗi khối;
- $\rho$ : Sức mạnh băm của thiết bị khai thác (Th/s);
- $\delta$ : Độ khó khai thác của mạng lưới;
- 3600: Số giây / giờ;
- 24: Số giờ / ngày
- $2^{32}$ : Đề cập đến xác suất chuẩn hóa của bất kỳ hàm băm duy nhất giải ra cho mỗi khối và là thuộc tính của thuật toán khai thác.

Công thức có thể được viết lại như sau:

$$\text{bitcoin/ngày}^* = \left( \frac{\beta \cdot \rho}{\delta} \right) \cdot \Theta$$

$$\text{Với } \Theta = \frac{24 \cdot 3600}{2^{32}} = 0,00002012.$$

Như vậy, đầu vào duy nhất cần thiết là  $\beta$ ,  $\rho$  và  $\delta$ . Đối với phân tích này, sức mạnh băm  $\rho$  sẽ được cố định ở mức tiêu chuẩn 1000 Gh/s.

Chi phí chính và liên tục cho quá trình khai thác bitcoin là tiền điện, có đơn vị là \$/kWh. Tất nhiên, các khu vực khác nhau trên thế giới sẽ tiêu thụ điện theo mức giá phụ thuộc vào địa phương (có thể thay đổi theo loại khách hàng, nguồn phát điện và thời gian sử

dụng điện trong ngày) và được chi trả bằng đồng nội tệ, nhưng để thuận tiện, giả định rằng giá điện trung bình trên thế giới kể cả tỉ lệ dân cư và thương mại là khoảng \$0,13/kWh<sup>3</sup>.

Do đó, chi phí khai thác (biên) mỗi ngày  $E_{\text{ngày}}$  trên mỗi đơn vị năng lượng khai thác được biểu diễn như sau:

$$E_{\text{ngày}} = (\$/\text{kWh} \cdot 24 \cdot W/\text{Gh/s}) \cdot \left( \frac{P}{1000} \right)$$

Trong đó:

- Giá tiền điện là \$0,13/kWh;
- $W/\text{Gh/s}$ : Hiệu suất năng lượng của thiết bị khai thác.

Như vậy, trong điều kiện cạnh tranh hoàn toàn, sản phẩm biên phải tương đương với chi phí biên, cũng bằng giá thị trường. Giá mục tiêu khai thác là  $P^*$ , đóng vai trò là mức thấp hợp lý cho giá thị trường, dưới mức này nhà sản xuất sẽ hoạt động thua lỗ và có lẽ sẽ tự rút lui khỏi mạng lưới.

$$P^* = \frac{E_{\text{ngày}}}{\text{bitcoin}/\text{ngày}^*}$$

### 3.2. Kiểm định mô hình

Kiểm định mô hình trên bằng cách sử dụng dữ liệu giá quan sát trong quá khứ và so sánh với mô hình. Giá thị trường và dữ liệu về độ khó khai thác được thu thập trên blockchain.com, một nguồn dữ liệu giao thức của Bitcoin tin cậy, minh bạch để đo lường giá cả thị trường theo một giá trị cụ thể về độ khó khai thác và hiệu suất phân cứng tại

Mô hình đòi hỏi dữ liệu đầu vào là hiệu suất năng lượng trung bình của mạng lưới. Thông tin này từ nhiều nguồn khác nhau: bitcoin.it, capriole.io và được tổng hợp<sup>4</sup>.

#### 3.2.1. Phân tích hồi quy OLS

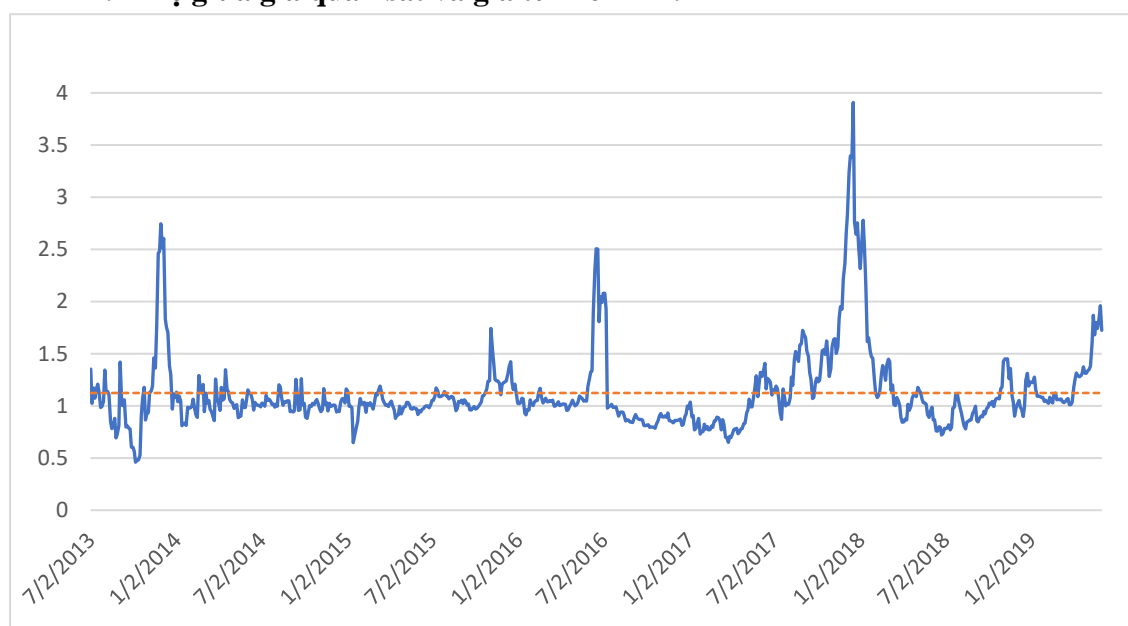
Khi so sánh tỉ lệ giá thị trường với giá từ mô hình theo thời gian, từ ngày 2 tháng 7 năm 2013 đến ngày 1 tháng 6 năm 2019. Như Hình 1 cho thấy, giá thị trường có xu hướng dao động về giá ước tính của mô hình. Trong biểu đồ, trục y biểu thị tỉ lệ, tỉ lệ này bằng 1,00 chỉ ra rằng giá thị trường và giá mô hình là giống hệt nhau. Các giá trị trên 1,00 biểu thị một phần bù (lãi) của thị trường so với mô hình và dưới 1,00 thể hiện mức chiết khấu (lỗ). Xét trong một khoảng thời gian dài (khoảng 6 năm), tỉ lệ trung bình ở mức

<sup>3</sup> Theo báo cáo dữ liệu năng lượng toàn cầu từ [www.iea.org](http://www.iea.org)

<sup>4</sup> Dữ liệu giá có thể truy cập vào <https://bit.ly/2GtJsiN>

1,124 (đường nét đứt), độ lệch chuẩn  $\sigma = 0,384$  thể hiện độ chính xác của mô hình khá tốt. Điều này cho thấy thị trường bitcoin đã tương đối hiệu quả từ quan điểm khai thác, trái ngược rằng thị trường này luôn không hiệu quả (Urquhart, 2016). Dữ liệu giá về sự biến động gia tăng từ khoảng tháng 9 năm 2017 đến tháng 1 năm 2018, cho thấy thị trường đã đi chệch khỏi mô hình, nhưng cuối cùng lại hội tụ một lần nữa. Sự tăng đột biến này cho thấy xuất hiện của “bong bóng giá”, tuy nhiên ngay cả khi xuất hiện “bong bóng” cũng không đồng nghĩa kết luận rằng bitcoin không có giá trị.

**Hình 1: Tỷ lệ giữa giá quan sát và giá từ mô hình.**



*Nguồn: Tác giả.*

Kết quả ban đầu trên mang tính gợi ý, tiếp theo một phân tích chặt chẽ hơn để kiểm tra mức độ phù hợp của mô hình định giá so với dữ liệu giá thị trường. Giá từ mô hình và giá quan sát được biểu diễn trong Hình 2 để so sánh. Hồi quy OLS đơn được thực hiện để kiểm tra sự phù hợp và xem xét mức giá thị trường “được giải thích” bởi mô hình; với  $R^2 = 0,7815$  cho ta biết khoảng trên 78% giá thị trường quan sát được có thể được giải thích bằng chi phí biên của mô hình khai thác. Sau đó sử dụng hồi quy OLS đơn với sự thay đổi giá trị trên thang logarithmic, kết quả nhận được  $R^2 = 0,963$  cho thấy gần như tất cả các thay đổi biên trong giá thị trường có thể được giải thích bằng sự thay đổi biên của mô hình khai thác.

**Hình 2: Giá thị trường và giá từ mô hình**



Nguồn: Blockchain.com và tác giả.

### 3.2.2. Kiểm định nhân quả Granger

Tiếp đến, để so sánh hai chuỗi thời gian này trực tiếp với nhau theo phương pháp nghiêm ngặt. Kiểm định Var với hai độ trễ trên mỗi lần chuyển đổi từ giá thị trường và giá mô hình. Mục đích của kiểm định Var chủ yếu để kiểm tra kết quả giả định lượng bằng cách thử nghiệm Granger. Thường được sử dụng để đề xuất quan hệ nhân quả theo thời gian, nhưng thay vào đó sử dụng thử nghiệm này để kiểm tra mô hình định giá khai thác. Xét hai giả thuyết không:

$H_{01}$ : Giá thị trường không là “nguyên nhân” dẫn đến giá từ mô hình; và

$H_{02}$ : Giá từ mô hình không là “nguyên nhân” dẫn đến giá thị trường.

Bảng 1 cho thấy,  $H_{01}$  không thể bác bỏ, đó là điều được mong đợi: giá từ mô hình được cho là mô tả giá thị trường chứ không theo cách nào khác. Và  $H_{02}$  bị từ chối, giả thuyết thay thế cho rằng giá mô hình dự đoán dẫn đến giá thị trường ( $p < 0,1975$ ). Phát hiện quan trọng này cho thấy sự tin cậy rằng chi phí khai thác bitcoin mô tả giá trị của nó và phản đối với những người cho rằng bitcoin vô giá trị.

**Bảng 1: Kiểm định giả thuyết**

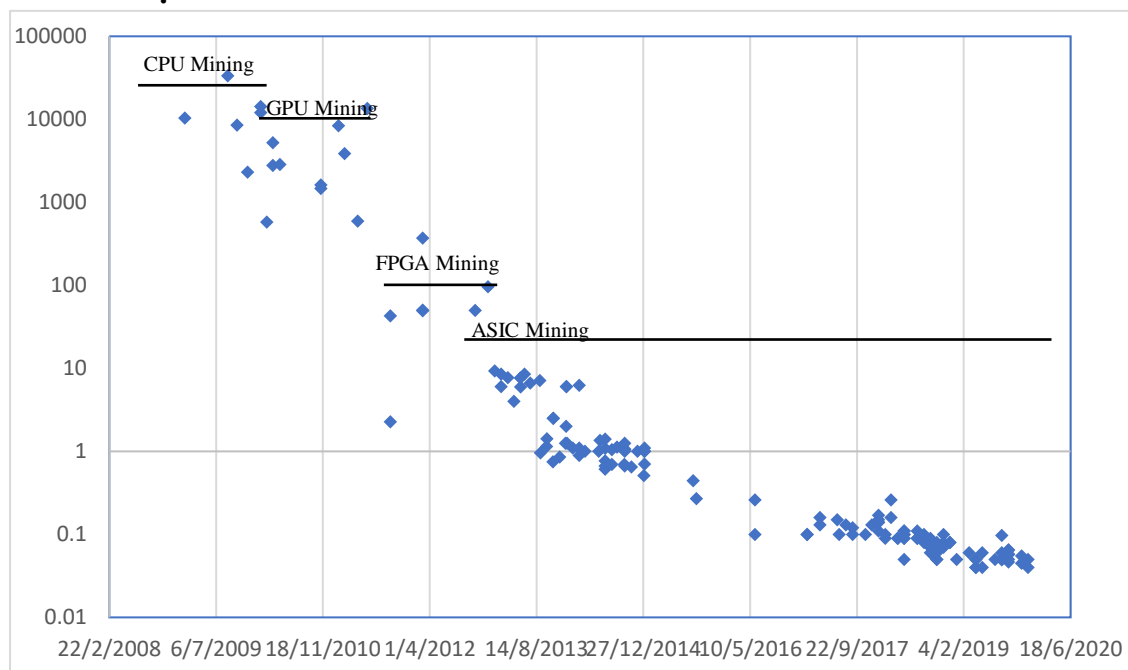
Giả thuyết	Obs	F-Statistic	Prob.
$H_{01}$	718	0,49771	0,6081
$H_{02}$		1,62578	0,1975

#### 4. Kết quả và thảo luận

Các mô hình trên rất hữu ích trong ứng dụng cũng như trên lý thuyết. Mô hình mô tả cho các nhà khai thác một cách khách quan về mức giá mà họ nên hoặc là từ bỏ việc khai thác. Mô hình cũng cho thấy các quyết định khai thác hay không phụ thuộc vào những thay đổi trong độ khó và chi phí điện. Hơn nữa, nhìn vào giá cả trên thị trường với một mức độ khó nhất định, chi phí điện trung bình không đổi, hiệu suất năng lượng trung bình của việc khai thác cho toàn bộ mạng lưới trở lên tốt hơn, thì tỉ lệ nghịch với độ khó. Những người tham gia như là một người giao dịch có thể dự đoán được mức giá dựa trên các biến đầu vào.

Khi hiệu suất phần cứng khai thác tốt hơn, kết quả của sự cạnh tranh, điểm hòa vốn cho người khai thác bitcoin sẽ có xu hướng giảm. Các nhà khai thác với chi phí thấp sẽ khai thác được bitcoin với giá thấp hơn giá thị trường. Hiệu suất khai thác trung bình của bitcoin trong những ngày đầu là rất lớn. Một nghiên cứu cho thấy, hiệu suất khai thác trung bình trong giai đoạn 2010-2013 là khoảng  $500W/Gh/s$  (Garcia & cộng sự, 2014). Ngày nay, các phần cứng khai thác chuyên dụng tốt nhất đang được sử dụng có hiệu suất rất tốt khoảng  $0,036W/Gh/s$ . Hiệu suất năng lượng trung bình hiện nay trên toàn mạng lưới khai thác sau khi đã điều chỉnh theo chi phí biên, là khoảng  $0,0535W/Gh/s$ .

**Hình 3: Hiệu suất khai thác bitcoin**



*Nguồn: Tác giả.*

Càng nhiều sức mạnh tính toán được sử dụng trong khai thác, giá trị mô hình càng cao. Chúng tôi đưa ra khẳng định này vì một số lý do sau. Đầu tiên càng có nhiều sức mạnh khai thác, đồng nghĩa càng nhiều người chấp nhận bitcoin, việc khai thác cũng phục vụ để xác minh các giao dịch, năng lượng khai thác sử dụng là một đại diện cho việc sử dụng và chấp nhận chung của bitcoin. Một loại tiền điện tử nào không có sự chấp nhận hoặc sử dụng sẽ không có giá trị cũng như đòn sức mạnh tính toán để khai thác. Thứ hai, một người khai thác hợp lý được thúc đẩy bởi lợi nhuận, sẽ chỉ tìm cách sử dụng các tài nguyên khai thác để theo đuổi lợi nhuận. Do đó, nếu chi phí biên khai thác vượt quá sản phẩm biên, người tham gia mạng lưới sẽ thua lỗ, chuyển công cụ khai thác sang một loại tiền khác hoặc rút khỏi mạng lưới. Thứ ba, sức mạnh tính toán là một đại diện cho độ khó khai thác, do công suất mạng lưới được sử dụng càng nhiều, độ khó sẽ càng lớn để duy trì Block Time. Vì vậy, độ khó có thể như đại diện gián tiếp cho sức mạnh khai thác tổng hợp.

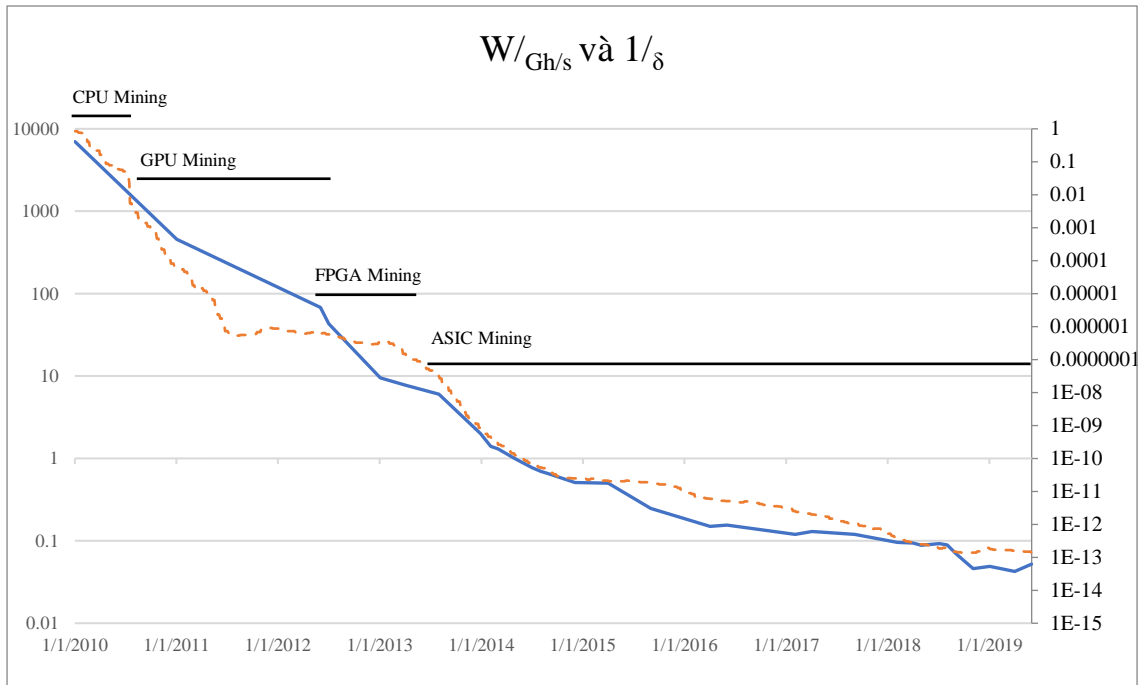
Khi hiệu suất năng lượng tốt hơn, việc điều chỉnh khó khăn đóng vai trò là cơ chế ổn định. Độ khó ngày càng tăng lên làm chi phí khai thác cũng cao hơn khi sức mạnh khai thác tổng hợp trung bình được thúc đẩy. Nếu các công ty khai thác không thể cung cấp đủ lượng bitcoin cho nhu cầu mới, giá trị thị trường có thể tăng trong khi chi phí khai thác vẫn không đổi. Điều này sẽ khiến các công ty tăng cường nỗ lực khai thác, dẫn đến độ khó tăng lên và làm tăng chi phí khai thác cho đến khi có thể đạt mức hòa vốn mới. Cơ chế này có xu hướng đối nghịch với hiệu suất năng lượng.

Trong Hình 4, các khu vực mà đường nét liền nằm trên đường nét đứt biểu thị khoảng thời gian mà độ khó đang gia tăng nhanh hơn thay đổi công nghệ về hiệu suất khai thác. Các khu vực mà đường nét đứt nằm trên đường nét liền cho thấy thời kỳ mà sự thay đổi công nghệ vượt xa sự leo thang của độ khó khai thác.

Việc xuất hiện của phần cứng ASIC chuyên dụng, được thiết kế với mục đích duy nhất là giải quyết khai thác các loại tiền điện tử. Do đó, chúng tôi thấy chi phí biên và sản phẩm biên bắt đầu hội tụ từ giữa đến cuối năm 2013 khi mà các cá nhân khai thác sử dụng phần cứng chuyên dụng này. Từ đó, đã có bằng chứng về sự thay đổi công nghệ xảy ra, chính là sự hội tụ liên tục của nghịch đảo độ khó và hiệu suất khai thác ở Hình 4.

Điều quan trọng cần lưu ý trong giai đoạn đầu khai thác bitcoin, chi phí cho mô hình khai thác được nêu trên sẽ không vững. Việc sử dụng năng lực của CPU hoặc GPU để khai thác đơn giản là không hiệu quả. Người ta sẽ không mong đợi chi phí biên sẽ hội tụ với sản phẩm biên khi phần cứng được sử dụng không phải chịu sự cạnh tranh. Mô hình được so sánh thích hợp là khi ASIC ra đời.

**Hình 4: Hiệu suất khai thác và nghịch đảo độ khó theo thời gian**



*Nguồn: Tác giả.*

Các dữ liệu cho thấy mặc dù có sự sai lệch đáng kể về giá thị trường và giá mô hình từ mức tăng mùa thu năm 2017, mô hình vẫn thể hiện tốt và giá thị trường đã hội tụ với giá từ mô hình. Mô hình này cho ta thấy rằng, trong thời gian nhu cầu tăng cao (bong bóng giá), giá thị trường sẽ giảm và hoặc khó khăn khai thác sẽ gia tăng để giải quyết khoảng cách giữ giá thị trường và giá mô hình. Bong bóng giá đã được nghiên cứu ở các tài liệu khác (Garcia & cộng sự, 2014; Cheah & Fry, 2015; Li, 2018; Hafner, 2018). Cheung & cộng sự (2015) cũng như Su & cộng sự (2018) đã sử dụng các phương pháp để xác định bong bóng của Phillips & cộng sự (2013, 2015) ghi nhận có nhiều bong bóng tồn tại trong thời gian ngắn là điểm đặc trưng của bitcoin, với bốn lần xuất hiện kể từ năm 2011 bao gồm cả giai đoạn cuối năm 2017 (Corbet & cộng sự, 2017). Cho thấy rằng bong bóng tồn tại trên thị trường bitcoin đến lúc “vỡ” sẽ không làm giá bitcoin sụp đổ về “không” mà tiệm cận với chi phí cận biên của nó. Phân tích dự báo bong bóng giá của bitcoin theo phương pháp được xây dựng bởi Pavlidis & cộng sự (2017) kể từ khi thị trường giao sau bitcoin được ra mắt tại CME vào tháng 12 năm 2017.

## 5. Kết luận

Mô hình chi phí biên khai thác có thể sử dụng như một mô hình định giá bitcoin. Trong bài báo cáo này, chi phí mô hình khai thác được kiểm tra lại bằng dữ liệu quá khứ cho thấy giá thị trường có xu hướng dao động quanh giá mô hình và giá mô hình dự đoán giá thị trường theo cách có ý nghĩa thống kê.

Với khả năng sử dụng vốn hiệu quả, một nhà khai thác sẽ chỉ khai thác bitcoin nếu lợi nhuận lớn hơn so với việc khai thác các loại tiền điện tử khác. Nếu trường hợp họ từ bỏ việc khai thác bitcoin, mạng lưới sẽ điều chỉnh lại để người khai thác thấy rằng không có loại tiền điện tử nào khác có lợi hơn việc khai thác bitcoin.

Cuối cùng, mô hình chi phí khai thác được đưa ra để thiết lập các giá trị hòa vốn cho người khai thác. Ngoài suy mô hình đó để tính giá trị trung bình hoặc điều tiết cho mạng tổng hợp, chi phí của mô hình khai thác có thể xấp xỉ giá thị trường.

Điều quan trọng cần lưu ý là phân tích này áp dụng chủ yếu cho bitcoin và không nhất thiết phải mở rộng sang các loại tiền điện tử khác như litecoin (mặc dù có cơ chế hoạt động tương tự). Bitcoin đang đứng đầu thị trường kỹ thuật số, cả về quy mô và phạm vi, đây là một sự theo đuổi đáng giá để hiểu tại sao nó có giá trị.

### Tài liệu tham khảo

- Alstyne, M. V. (2014), 'Why bitcoin has value', *The Association for Computing Machinery*, 57(5), 30-32.
- Bouoiyour, J. & Selmi, R. (2014), 'What Bitcoin Looks Like?', *Annals of Economics and Finance*, 16(2), 449-492.
- Bergstra, J. (2014), 'Bitcoin: Not a Currency-Like Informational Commodity', University of Amsterdam.
- Burniske, C. & White, A. (2017), 'Bitcoin: Ringing the bell for a new asset class', ARK Invest and Coinbase.
- Cheah, E. & Fry, J. (2015), 'Speculative bubbles in Bitcoin markets? An empirical investigation into the fundamental value of Bitcoin', Elsevier, *Economics Letters*, 130, 32-36.
- Cheung, A., Roca, E. & Su, J. (2015), 'Crypto-currency bubbles: an application of the Phillips-Shi-Yu (2013) methodology on Mt. Gox bitcoin prices', *Applied Economics*, 47:23, 2348-2358.
- Corbet, S., Lucey, B. & Yarovaya, L. (2017), 'Datestamping the Bitcoin and Ethereum bubbles', Elsevier, *Finance Research Letters*, 26(C), 81-88.
- Cretarola, A., Patacca, M. & Figà-Talamanca, G. (2017), 'A sentiment-based model for the BitCoin: theory, estimation and option pricing', *SSRN Eletronic Journal*.
- Ciaian, P., Rajcaniova, M. & Kancs, A. (2016), 'The Economics of BitCoin Price Formation', *Taylor & Francis Journals*, 48(19), 1799-1815.
- Davis, D. J. (2018), 'Guidance Regarding Ethics Laws and Regulations Related to Employee Holdings and Transactions in Cryptocurrencies', US Commodity Futures Trading Commission.



- Garcia, D., Tessone, C. J., Mavrodiev, P. & Perony, N. (2014), 'The digital traces of bubbles: feedback cycles between socio-economic signals in the Bitcoin economy', *The Royal Society Interface*, 11, 20140623.
- Gertchev, N. (2013), 'The Moneyness of Bitcoin', Mises Institute.
- Glaser, F., Zimmermann, K. & Weber, M. C. (2014), 'Bitcoin - Asset or Currency? Revealing User's Hidden Intentions', *Proceedings of the 22nd European Conference on Information Systems (ECIS 2014)*; Tel Aviv, Israel.
- Hayes, A. (2015), 'A Cost of Production Model for Bitcoin', *SSRN Electronic Journal*.
- Hafner, C. (2018), 'Testing for bubbles in cryptocurrencies with time-varying volatility', *Journal of Financial Econometrics*, 18(2), 233–249.
- Harwick, C. (2014), 'Crypto-Currency and the Problem of Intermediation', *The Independent Review*, 20(4), 569-588.
- Hanley, B. (2013), 'The False Premises and Promises of Bitcoin', *Cornell University, Computational Engineering, Finance, and Science*, arXiv:1312.2048.
- Jenssen, T. B. (2014), 'Why Bitcoins Have Value, and Why Governments Are Sceptical', *University of Oslo*, 70.
- Jose A. Botin, Marcelo A. Vergara , A cost management model for economic sustainability and continuous improvement of mining operations, *Resources Policy*, Volume 46, Part 2, December 2015, Pages 212-218.
- Kristoufek, L. (2015), 'What are the main drivers of the Bitcoin price? Evidence from wavelet coherence analysis', *PloS one*, 10, p. e0123923.
- Mackintosh, J. (2017), 'Bitcoin's Wild Ride Shows The Truth: It Is Probably Worth Zero', *The Wall Street Journal*.
- Polasik, M., Piotrowska, A. I., Wisniewski, T. P., Kotkowski, R. & Lightfoot, G. (2015), 'Price Fluctuations and the Use of Bitcoin: An Empirical Inquiry', *International Journal of Electronic Commerce*, 20(1), 9-49.
- Pavlidis, E. G., Paya, I. & Peel, D. A. (2017), 'Testing for speculative bubbles using spot and forward prices', *International Economic Review*, 58, 1191-1226.
- Phillips, P. C. B., Shi, S. & Yu, J. (2013), 'Testing for multiple bubbles: Limit theory of real time detectors', *International Economic Review*, 56(4), 1079-1134.
- Phillips, P. C. B., Shi, S. & Yu, J. (2015), 'Testing for multiple bubbles: Historical episodes of exuberance and collapse in the S&P 500', *International Economic Review*, 56(4), 1043-1078.
- Su, C., Li, Z., Tao, R., & Si, D. (2018), 'Testing for multiple bubbles in bitcoin markets: A generalized sup ADF test', *Japan and the World Economy*, 53, 100983.
- Urquhart, A. (2016), 'The Inefficiency of Bitcoin', *Elsevier, Economics Letters*, 148, 80-82.
- Woo, D. Gordon, I. & Iaralov, V. (2013), 'Bitcoin: A First Assessment', *Bank of America Merrill Lynch*.
- Yermack, D. (2014), 'Is Bitcoin a Real Currency? An Economic Appraisal', *National Bureau of Economic Research*, w19747.

57.

## BITCOIN – SẢN PHẨM THAY THẾ HAY BỔ TRỢ ĐẦU TƯ? TRƯỜNG HỢP CÁC THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM, TRUNG QUỐC, ẤN ĐỘ VÀ NHẬT BẢN

Trần Thị Hải Lý \*

Hồ Hoàng Gia Bảo\*

### Tóm tắt

Bài viết phân tích tác động của giá Bitcoin đến các chỉ số VN Index (Việt Nam), SSE Composite Index (Trung Quốc), BSE SENSEX (Ấn Độ) và Nikkei 225 (Nhật Bản) trong giai đoạn 10/2014–8/2020 bằng cách tiếp cận phân phối trễ tự hồi quy (ARDL). Kiểm định Bound test xác nhận sự tồn tại của đồng liên kết giữa chỉ số giá Bitcoin và các chỉ số chứng khoán. Giá Bitcoin có tác động cùng chiều lên tất cả chỉ số chứng khoán trong dài hạn, và tỷ suất sinh lợi của Bitcoin cũng có tác động dương trong ngắn hạn. Để giải thích cho ảnh hưởng của Bitcoin đến thị trường chứng khoán, Sami và Abdallah (2020) đưa ra 2 lập luận: (i) tác động ngược chiều của Bitcoin đến thị trường chứng khoán cho thấy Bitcoin và chứng khoán là các sản phẩm thay thế và (ii) tác động cùng chiều của Bitcoin đến thị trường chứng khoán cho thấy Bitcoin và chứng khoán là các sản phẩm bổ trợ. Kết quả nghiên cứu ủng hộ lập luận Bitcoin và cổ phiếu ở các nước Việt Nam, Trung Quốc, Ấn Độ và Nhật Bản là các sản phẩm bổ trợ.

**Từ khóa:** Bitcoin, chứng khoán, Việt Nam, Trung Quốc, Ấn Độ, Nhật Bản.

### 1. Giới thiệu và tổng quan tình hình nghiên cứu

Bitcoin là một loại tiền mã hóa (cryptocurrency) có giá trị giao dịch lớn nhất trên thế giới. Theo số liệu từ trang Coinmarketcap, tính đến tháng 2/2021, tổng giá trị của Bitcoin trên thị trường hơn 916 tỷ USD, bỏ xa các đồng tiền đứng ở vị trí thứ 2 và thứ 3 là Ethereum (204 tỷ USD) và Tether (32 tỷ USD). Sự kiện Công ty Tesla của Mỹ đầu tư 1,5 tỷ USD vào Bitcoin và thông báo lên kế hoạch chấp nhận cho khách hàng sử dụng đồng tiền này để mua xe của hãng, đã đánh dấu sự tăng giá đột biến của Bitcoin khi chạm mức 48.000USD vào thứ ba 9/2/2021, thiết lập đỉnh giá cao nhất trong lịch sử (NikkeiAsia, 2021). Một tuần sau đó, vào ngày 16/2/2021, kỷ lục tiếp tục bị phá vỡ khi giá Bitcoin

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [hailyth@ueh.edu.vn](mailto:hailyth@ueh.edu.vn)

tăng lên hơn 49.000USD. Các thông tin trên phản ánh sự quan tâm rất lớn công chúng, các nhà đầu tư, nhà nghiên cứu, nhà quản lý... dành cho Bitcoin nói riêng và sự phát triển của các đồng tiền mã hóa nói chung trong những năm vừa qua, kể từ lúc Bitcoin ra đời vào năm 2008 (Nakamoto, 2008; Zhu và cộng sự, 2017). Vì bên cạnh những ưu điểm Bitcoin nói riêng và tiền mã hóa nói chung đem lại như thanh toán quốc tế nhanh chóng, tiết kiệm, đảm bảo sự riêng tư của các giao dịch, không bị kiểm soát bởi các chính phủ, tránh được lạm phát như các đồng tiền pháp định, Bitcoin còn đem lại những rủi ro rất lớn khi đe dọa sự tồn tại của các trung gian tài chính, ảnh hưởng đến chính sách tiền tệ của các quốc gia và tạo điều kiện thuận lợi cho tội phạm trốn thuế, hacker và các loại tội phạm khác (Kubát, 2015; Brown, 2016; Kim, 2017).

Cuộc khảo sát ở 74 quốc gia trong năm 2020 cho thấy Việt Nam đứng thứ 2 thế giới về tỷ lệ những người trả lời đã từng sử dụng hay sở hữu tiền mã hóa (Statista, 2020). Cụ thể, tỷ lệ này của Việt Nam 21%, chỉ đứng sau Nigeria (32%), và con số này lớn hơn rất nhiều so với các nước có nền kinh tế lớn như Trung Quốc (7%), Mỹ (6%), Đức (5%) và Nhật Bản (4%). Một cuộc khảo sát khác vào năm 2019 cho thấy Việt Nam đứng thứ 16 thế giới và thứ 2 Đông Nam Á về số lượng truy cập các trang web tiền mã hóa (Hermesus, 2020). Các dữ liệu trên là bằng chứng cho sự quan tâm rất lớn của nhà đầu tư Việt Nam đối với tiền mã hóa nói chung và Bitcoin nói riêng, khi Bitcoin bắt đầu được giao dịch tại Việt Nam từ cuối năm 2013, và đến cuối năm 2017, số lượng máy Bitcoin ATM ở Việt Nam đứng thứ 4 châu Á, chỉ xếp sau Nhật Bản, Hồng Kông và Đài Loan (Kiều & Lê, 2018). Tuy nhiên, các nghiên cứu về tiền mã hóa ở Việt Nam trong thời gian qua hầu hết tập trung vào mặt pháp luật và chính sách quản lý Bitcoin (Kiều & Lê, 2018; Nhung & Hanh, 2019; Hang và cộng sự, 2020; Uyen, 2020), chưa phân tích mối liên hệ giữa Bitcoin và thị trường chứng khoán.

Các nước châu Á, đặc biệt là các nước có nền kinh tế lớn như Trung Quốc, Nhật Bản và Ấn Độ, cũng có vị trí cao trong bảng xếp hạng lượt truy cập các trang web tiền mã hóa. Cụ thể, Nhật Bản giữ vị trí thứ 2, trong khi Ấn Độ và Trung Quốc lần lượt xếp hạng 5 và 6 (Hermesus, 2020). Đây là bằng chứng cho thấy Bitcoin cũng rất được quan tâm tại các quốc gia này. Và các nghiên cứu ở những nước này đã có những phân tích về mối liên hệ giữa Bitcoin và thị trường chứng khoán (ví dụ: Bouri và cộng sự, 2016; Aggarwal và cộng sự, 2018; Chan và cộng sự, 2018; Corbet và cộng sự, 2018; Wang và cộng sự, 2019; Garcia-Jorcano & Muela, 2020; Umar và cộng sự, 2020). Hầu hết nghiên cứu đều tập trung xem xét mối quan hệ giữa tỷ suất sinh lợi của Bitcoin và các chỉ số chứng khoán để đánh giá khả năng sử dụng Bitcoin để đa dạng hóa danh mục cũng như làm tài sản phòng vệ hoặc tài sản trú ẩn cho các chỉ số chứng khoán. Tuy nhiên, rất ít nghiên cứu quan tâm đến đồng liên kết (mối quan hệ trong dài hạn) giữa Bitcoin và chỉ số chứng

khoán. Dirican và Canoz (2017) sử dụng phương pháp ARDL bound test và phát hiện đồng liên kết giữa giá Bitcoin và các chỉ số chứng khoán của Mỹ và Trung Quốc, nhưng không tồn tại mối quan hệ dài hạn giữa giá Bitcoin và chỉ số Nikkei 225 của Nhật Bản. Wang và cộng sự (2019) không tìm thấy đồng liên kết giữa Bitcoin và chỉ số CSI 300 Index của Trung Quốc khi sử dụng dữ liệu theo ngày trong 9 tháng đầu năm 2017.

Hầu hết nghiên cứu về Bitcoin và thị trường chứng khoán chưa xem xét tác động của Bitcoin đến thị trường chứng khoán. Dirican và Canoz (2017) cho rằng khi đồng liên kết được tìm thấy giữa giá Bitcoin và các chỉ số chứng khoán của Mỹ, cũng như chỉ số FTSE China A50 Index của Trung Quốc, quyết định mua bán chứng khoán của các nhà đầu tư ở các nước này có thể bị ảnh hưởng bởi giá Bitcoin trong dài hạn. Zhu và cộng sự (2017) sử dụng mô hình VECM để đánh giá tác động của các yếu tố kinh tế đến giá Bitcoin trong giai đoạn 2011–2016 với dữ liệu theo tháng. Họ tìm thấy bằng chứng về đồng liên kết, trong đó đồng USD có tác động mạnh nhất lên giá Bitcoin.

Có lẽ nghiên cứu đầu tiên đưa ra các lập luận cho tác động của Bitcoin đến thị trường chứng khoán là công trình của Sami và Abdallah (2020). Cụ thể, họ tìm thấy bằng chứng về tác động dương và âm của tỷ suất sinh lợi Bitcoin đến tỷ suất sinh lợi của thị trường chứng khoán ở các nước Trung Đông và Bắc Phi (MENA). Để giải thích cho tác động tích cực của Bitcoin đến thị trường chứng khoán, Sami và Abdallah (2020) cho rằng nếu Bitcoin và chứng khoán là các sản phẩm bổ trợ, khi giá Bitcoin tăng, các nhà đầu tư mua chứng khoán để đa dạng hóa danh mục, dẫn đến giá chứng khoán tăng. Ngược lại, nếu Bitcoin và chứng khoán là các sản phẩm thay thế, khi giá Bitcoin tăng, nhà đầu tư sẽ bán chứng khoán để mua Bitcoin làm giá chứng khoán giảm. Như vậy, tác động của Bitcoin lên giá chứng khoán theo hướng nào dường như là câu hỏi mang tính thực nghiệm mà câu trả lời tùy thuộc vào vai trò của Bitcoin như là sản phẩm đầu tư thay thế, hay là sản phẩm bổ trợ để nhà đầu tư đa dạng hóa danh mục của mình.

Bài viết này dựa trên các lập luận của Sami và Abdallah (2020) để đánh giá tác động của giá Bitcoin đến các chỉ số chứng khoán VN-Index (Việt Nam), SSE Composite Index (Trung Quốc), BSE SENSEX (Ấn Độ) và Nikkei 225 (Nhật Bản) trong giai đoạn 10/2014–8/2020 bằng cách tiếp cận ARDL. Đây có lẽ là nghiên cứu đầu tiên phân tích tác động của giá Bitcoin đến chỉ số VN Index của Việt Nam. Bên cạnh đó, nghiên cứu này còn bao gồm 2 nền kinh tế lớn nhất trong nhóm các quốc gia mới nổi và đang phát triển ở châu Á là Trung Quốc và Ấn Độ cũng như Nhật Bản – nền kinh tế lớn thứ 3 trên thế giới và cũng là quốc gia có số lượng truy cập các trang web giao dịch Bitcoin nhiều thứ 2 trên thế giới. Bằng cách sử dụng phương pháp ARDL, tác động dài hạn và tác động ngắn hạn của giá Bitcoin đến chỉ số chứng khoán của các nước châu Á trong phạm vi nghiên cứu có thể được ước lượng một cách hiệu quả. Bài viết này cung cấp kết quả thực

nghiệm về tác động của giá Bitcoin đến các chỉ số chứng khoán của một số quốc gia châu Á, qua đó có thể đóng góp vào việc phát triển các lý thuyết về tác động của Bitcoin đến thị trường chứng khoán của các nghiên cứu trong tương lai.

## 2. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu

Để ước lượng tác động của giá Bitcoin đến các chỉ số chứng khoán của Việt Nam, Trung Quốc, Ấn Độ và Nhật Bản, các mô hình sau đây sẽ được sử dụng:

$$\ln VNI_t = a_1 + b_1 \cdot \ln BTC_t + e_{1,t} \quad (1)$$

$$\ln SSE_t = a_2 + b_2 \cdot \ln BTC_t + e_{2,t} \quad (2)$$

$$\ln BSE_t = a_3 + b_3 \cdot \ln BTC_t + e_{3,t} \quad (3)$$

$$\ln NIK_t = a_4 + b_4 \cdot \ln BTC_t + e_{4,t} \quad (4)$$

Trong đó,  $VNI$ ,  $SSE$ ,  $BSE$  và  $NIK$  lần lượt là chỉ số chứng khoán VN-Index (Việt Nam), SSE Composite Index (Trung Quốc), BSE SENSEX (Ấn Độ) và Nikkei 225 (Nhật Bản);  $BTC_t$  là giá Bitcoin tại thời điểm  $t$ . Bên cạnh đó, “ $\ln$ ” là phép toán lấy logarit tự nhiên của các biến và  $e$  là sai số. Các biến đều được chuyển về dạng chỉ số với giá trị kỳ gốc (tháng 10/2014) là 100. Hệ số hồi quy  $b_i$  thể hiện tác động của giá Bitcoin đến chỉ số chứng khoán của quốc gia  $i$ . Nếu  $b_i < 0$  thì Bitcoin và chứng khoán là các sản phẩm thay thế. Nếu  $b_i > 0$  thì Bitcoin và chứng khoán là các sản phẩm bổ trợ.

Phương trình 1 chỉ thể hiện mối quan hệ giữa các biến trong dài hạn trong trường hợp của Việt Nam. Để ước lượng các hệ số ngắn hạn và dài hạn, phương trình 1 sẽ được chuyển về dạng hiệu chỉnh sai số theo cách tiếp cận ARDL (Pesaran & Shin, 1999; Pesaran và cộng sự, 2001) như sau:

$$\begin{aligned} \Delta \ln VNI_t = & \alpha + \sum_{j=1}^p (\gamma_j \cdot \Delta \ln VNI_{t-j}) + \sum_{k=0}^q (\omega_k \cdot \Delta \ln BTC_{t-k}) \\ & + \lambda \cdot \ln VNI_{t-1} + \theta \cdot \ln BTC_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (5)$$

Ở phương trình 5,  $p$  và  $q$  lần lượt là độ trễ của biến phụ thuộc và biến độc lập, có thể được lựa chọn dựa trên các tiêu chí phổ biến như Akaike information criterion (AIC) và Bayesian information criterion (BIC). Bên cạnh đó,  $\gamma_j$  và  $\lambda$  lần lượt là các hệ số hồi quy ngắn hạn và dài hạn của chỉ số VN Index, còn  $\omega_k$  và  $\theta$  là các hệ số hồi quy ngắn hạn và dài hạn của giá Bitcoin. Nếu mô hình được định dạng đúng, phần dư  $\varepsilon_t$  phải là nhiễu trắng và do đó không có các hiện tượng tự tương quan, phương sai thay đổi. Ký hiệu  $\Delta$

biểu thị sai phân bậc 1, và do đó  $\Delta \ln VNI_t$  và  $\Delta \ln BTC_t$  lần lượt thể hiện tỷ suất sinh lợi của chỉ số VN-Index và Bitcoin ở thời điểm  $t$ , vì:

$$\Delta \ln VNI_t = \ln VNI_t - \ln VNI_{t-1} = \ln \left( \frac{VNI_t}{VNI_{t-1}} \right) \quad (6)$$

$$\Delta \ln BTC_t = \ln BTC_t - \ln BTC_{t-1} = \ln \left( \frac{BTC_t}{BTC_{t-1}} \right) \quad (7)$$

Để ước lượng mô hình ARDL cho trường hợp của Việt Nam (được thể hiện ở phương trình 5), điều kiện quan trọng là không tồn tại biến I(2) trong mô hình. Khi điều kiện đó được thỏa mãn, mối quan hệ dài hạn (đồng liên kết) giữa VN Index và giá Bitcoin được kiểm tra thông qua kiểm định Bound test (Pesaran và cộng sự, 2001) với giả thuyết  $H_0: \lambda = \theta = 0$  (không tồn tại đồng liên kết) và giả thuyết  $H_1: \lambda \neq \theta \neq 0$  (tồn tại đồng liên kết). Giả thuyết  $H_0$  bị bác bỏ khi giá trị thống kê F lớn hơn giá trị tới hạn ứng với các biến I(1) được cho bởi Pesaran và cộng sự (2001). Giả thuyết  $H_0$  không bị bác bỏ nếu giá trị thống kê F nhỏ hơn giá trị tới hạn ứng với các biến I(0). Trong trường hợp F nằm giữa 2 giá trị trên, không thể kết luận về đồng liên kết giữa các biến.

Sau khi đồng liên kết được xác nhận bởi kiểm định Bound test, các hệ số ngắn hạn và dài hạn có thể được ước lượng cùng lúc từ phương trình 5, và đây là một trong những ưu điểm nổi bật của cách tiếp cận ARDL so với những kỹ thuật đồng liên kết khác như Engle và Granger (1987) và Johansen và Juselius (1990). Bên cạnh đó, các ưu điểm khác của phương pháp ARDL là cho phép xuất hiện đồng thời các biến I(0) và I(1) trong mô hình và cho ra ước lượng đáng tin cậy ngay cả trong trường hợp cỡ mẫu nhỏ (Pesaran và cộng sự, 2001; Odhiambo, 2009; Al-Mulali và cộng sự, 2015).

Cách tiếp cận ARDL khi áp dụng cho các trường hợp của các chỉ số SSE Composite Index (Trung Quốc), BSE SENSEX (Ấn Độ) và Nikkei 225 (Nhật Bản) là tương tự đối với trường hợp của VN-Index được mô tả ở phương trình 5.

Bài viết sử dụng dữ liệu theo tháng từ tháng 10/2014 đến tháng 8/2020. Chỉ số VN Index được cung cấp bởi công ty chứng khoán VNDIRECT. Các chỉ số SSE Composite Index (Trung Quốc), BSE SENSEX (Ấn Độ), Nikkei 225 (Nhật Bản) và giá Bitcoin được thu thập từ trang web [finance.yahoo.com](http://finance.yahoo.com). Thống kê mô tả của các biến, bao gồm giá trị lớn nhất (max), giá trị nhỏ nhất (min), trung bình (avg), độ lệch chuẩn (std) và số quan sát (n) được cung cấp trong bảng 1.

**Bảng 1: Thống kê mô tả của các biến**

	max	min	avg	std	n
lnVNI <sub>t</sub>	5.25077	4.50685	4.860004	0.225964	71
lnSSE <sub>t</sub>	5.24994	4.60517	4.851001	0.116387	71
lnBSE <sub>t</sub>	4.99751	4.41335	4.736615	0.154678	71
lnNIK <sub>t</sub>	4.99009	4.55278	4.804616	0.111563	71
lnBTC <sub>t</sub>	8.33910	4.16321	6.414973	1.447127	71

### 3. Kết quả thực nghiệm

Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị ADF-GLS cho thấy khi kiểm định chỉ có hệ số chặn, chỉ số chứng khoán SSE Composite Index của Trung Quốc là chuỗi I(2) trong khi các chỉ số chứng khoán của các quốc gia còn lại và giá Bitcoin đều là I(1). Khi kiểm định có hệ số chặn và yếu tố xu thế thì kết quả cho thấy không tồn tại biến I(2), và do đó cách tiếp cận ARDL có thể được sử dụng<sup>2</sup>.

**Bảng 2: Kết quả kiểm định nghiệm đơn vị ADF-GLS**

Trường hợp 1: chỉ có hệ số chặn			
Biến	t	Sai phân bậc 1	t
lnVNI <sub>t</sub>	-0.645164	dlnVNI <sub>t</sub>	-6.326682***
lnSSE <sub>t</sub>	-1.492562	dlnSSE <sub>t</sub>	-1.516607
lnBSE <sub>t</sub>	-0.926819	dlnBSE <sub>t</sub>	-8.611846***
lnNIK <sub>t</sub>	-1.018986	dlnNIK <sub>t</sub>	-5.943163***
lnBTC <sub>t</sub>	0.450830	dlnBTC <sub>t</sub>	-7.415112***
Trường hợp 2: có hệ số chặn và yếu tố xu thế			
Biến	t	Sai phân bậc 1	t
lnVNI <sub>t</sub>	-1.930276	dlnVNI <sub>t</sub>	-6.489865***
lnSSE <sub>t</sub>	-2.128978	dlnSSE <sub>t</sub>	-5.747802***
lnBSE <sub>t</sub>	-2.686579	dlnBSE <sub>t</sub>	-9.127390***
lnNIK <sub>t</sub>	-2.692208	dlnNIK <sub>t</sub>	-7.558982***
lnBTC <sub>t</sub>	-1.457413	dlnBTC <sub>t</sub>	-7.525543***

Ghi chú: ký hiệu \*\*\* thể hiện ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Độ trễ tối đa khi kiểm định là 11 và độ trễ tối ưu được lựa chọn bằng tiêu chí BIC. Giả thuyết H0: chuỗi thời gian có nghiệm đơn vị.

<sup>2</sup> Đối với trường hợp của Trung Quốc, các yếu tố xu thế có thể được thêm vào mô hình (xem bảng 4)

Kết quả ước lượng cho trường hợp của Việt Nam, Trung Quốc, Ấn Độ và Nhật Bản lần lượt được liệt kê trong các bảng từ 3 đến 6. Giá trị thống kê F của kiểm định Bound test được sử dụng để xem xét đồng liên kết giữa giá Bitcoin và chỉ số chứng khoán: nếu F có ý nghĩa thống kê thì đồng liên kết giữa các biến được xác nhận. Để đảm bảo các mô hình không bị các vấn đề ảnh hưởng đến tính tin cậy và tính ổn định, các kiểm định Breusch-Godfrey test, Breusch-Pagan test, Ramsey RESET test, CUSUM và CUSUM2 được thực hiện. Cụ thể, nếu giá trị thống kê F của các kiểm định Breusch-Godfrey test, Breusch-Pagan test, Ramsey RESET test không có ý nghĩa thống kê thì không có bằng chứng cho sự tồn tại của tự tương quan, phương sai thay đổi và dạng hàm sai. Khi các kiểm định CUSUM và CUSUM2 cho kết quả “S” (stable) các hệ số ước lượng là ổn định. Nếu kết quả là “U” (unstable) các hệ số ước lượng không ổn định. Cuối cùng, kiểm định nhiễu trắng của phần dư được thực hiện nhằm đảm bảo phần dư là nhiễu trắng: khi giá trị thống kê Q không có ý nghĩa thống kê có thể cho rằng phần dư là nhiễu trắng.

**Bảng 3: Kết quả ước lượng mô hình ARDL cho chỉ số VN-Index của Việt Nam**

	Hệ số	Sai số chuẩn	t	p-value
Dài hạn				
lnBTCt	0.147582***	0.013161	11.21359	0.0000
constant	3.924625***	0.087185	45.01497	0.0000
Ngắn hạn				
$\Delta$ lnBTCt	0.040179***	0.010313	3.895974	0.0002
$\Delta$ lnVNI <sub>t-1</sub>	0.294714***	0.109100	2.701309	0.0088
ECT	-0.272249***	0.062814	-4.334206	0.0001
Adjusted R2	0.235525			
Bound test (F)	6.074860***			
Breusch-Godfrey test (F)	1.510973			
Breusch-Pagan test (F)	1.362764			
Ramsey RESET test (F)	0.171385			
CUSUM	S			
CUSUM2	U			
White noise test (Q)	21.3164			

Ghi chú: các ký hiệu \*\*\*, \*\*, và \* lần lượt biểu thị ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5% và 10%. ECT là yếu tố hiệu chỉnh sai số. Bound test là kiểm định đồng liên kết của Pesaran và cộng sự (2001) với giả thuyết H0: không tồn tại đồng liên kết. White noise test là kiểm định nhiễu trắng của phần dư với giả thuyết H0: phần dư là nhiễu trắng. S (stable) hoặc U (unstable) là kết quả của các kiểm định CUSUM và CUSUM2.



**Bảng 4: Kết quả ước lượng mô hình ARDL cho chỉ số SSE Composite Index của Trung Quốc**

	Hệ số	Sai số chuẩn	t	p-value
<b>Dài hạn</b>				
lnBTCt	0.067816*	0.037326	1.816855	0.0742
constant	4.855801***	0.132042	36.77467	0.0000
<b>Ngắn hạn</b>				
$\Delta$ lnBTCt	0.080777**	0.033425	2.416642	0.0187
$\Delta$ lnBTCt-1	0.038103	0.032568	1.169946	0.2466
$\Delta$ lnSSEt-1	0.305571***	0.099292	3.077493	0.0031
Trend	-0.008292***	0.001552	-5.342734	0.0000
Trend2	0.0000734***	0.000016	4.477673	0.0000
ECT	-0.297648***	0.067241	-4.426572	0.0001
Adjusted R2	0.327292			
Bound test (F)	9.692300***			
Breusch-Godfrey test (F)	0.058568			
Breusch-Pagan test (F)	1.481302			
Ramsey RESET test (F)	2.655064			
CUSUM	S			
CUSUM2	S			
White noise test (Q)	22.6854			

*Ghi chú: các ký hiệu \*\*\*, \*\*, và \* lần lượt biểu thị ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5% và 10%. ECT là yếu tố hiệu chỉnh sai số. Bound test là kiểm định đồng liên kết của Pesaran và cộng sự (2001) với giả thuyết H0: không tồn tại đồng liên kết. White noise test là kiểm định nhiễu trắng của phần dư với giả thuyết H0: phần dư là nhiễu trắng. S (stable) hoặc U (unstable) là kết quả của các kiểm định CUSUM và CUSUM2. Trend là yếu tố xu thế.*

**Bảng 5: Kết quả ước lượng mô hình ARDL cho chỉ số BSE SENSEX của Ấn Độ**

	Hệ số	Sai số chuẩn	t	p-value
<b>Dài hạn</b>				
lnBTCt	0.100486***	0.015345	6.548234	0.0000
constant	4.103950***	0.100555	40.81316	0.0000
<b>Ngắn hạn</b>				
$\Delta$ lnBTCt	0.027046***	0.007921	3.414453	0.0011
$\Delta$ lnBSEt-1	-0.269153***	0.074122	-3.631192	0.0005
ECT	-0.269153***	0.070463	-3.819788	0.0003
Adjusted R2	0.167994			
Bound test (F)	4.722621**			
Breusch-Godfrey test (F)	0.037403			
Breusch-Pagan test (F)	0.669276			
Ramsey RESET test (F)	0.095565			
CUSUM	S			
CUSUM2	U			
White noise test (Q)	21.7391			

*Ghi chú: các ký hiệu \*\*\*, \*\*, và \* lần lượt biểu thị ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5% và 10%. ECT là yếu tố hiệu chỉnh sai số. Bound test là kiểm định đồng liên kết của Pesaran và cộng sự (2001) với giả thuyết H0: không tồn tại đồng liên kết. White noise test là kiểm định nhiễu trắng của phần dư với giả thuyết H0: phần dư là nhiễu trắng. S (stable) hoặc U (unstable) là kết quả của các kiểm định CUSUM và CUSUM2.*

**Bảng 6: Kết quả ước lượng mô hình ARDL cho chỉ số Nikkei 225 của Nhật Bản**

	Hệ số	Sai số chuẩn	t	p-value
<b>Dài hạn</b>				
lnBTCt	0.066422***	0.014409	4.609782	0.0000
constant	4.395729***	0.095204	46.17168	0.0000
<b>Ngắn hạn</b>				
$\Delta$ lnBTCt	0.051664*	0.028271	1.827428	0.0726
$\Delta$ lnBTCt-1	0.017875	0.026930	0.663738	0.5094
$\Delta$ lnBTCt-2	-0.039272	0.026811	-1.464782	0.1482
$\Delta$ lnBTCt-3	-0.053581*	0.027308	-1.962119	0.0544
$\Delta$ lnNIKt-1	-0.285275***	0.083868	-3.401498	0.0012
ECT	-0.285275***	0.080837	-3.529025	0.0008
Adjusted R2	0.200747			
Bound test (F)	4.017424*			
Breusch-Godfrey test (F)	0.079715			
Breusch-Pagan test (F)	0.268413			
Ramsey RESET test (F)	2.217557			
CUSUM	S			
CUSUM2	S			
White noise test (Q)	21.7319			

*Ghi chú: các ký hiệu \*\*\*, \*\*, và \* lần lượt biểu thị ý nghĩa thống kê ở mức 1%, 5% và 10%. ECT là yếu tố hiệu chỉnh sai số. Bound test là kiểm định đồng liên kết của Pesaran và cộng sự (2001) với giả thuyết H0: không tồn tại đồng liên kết. White noise test là kiểm định nhiễu trắng của phần dư với giả thuyết H0: phần dư là nhiễu trắng. S (stable) hoặc U (unstable) là kết quả của các kiểm định CUSUM và CUSUM2.*

Đối với Việt Nam, giá Bitcoin có tác động dương đến VN Index. Trong dài hạn, khi giá Bitcoin tăng 1% chỉ số VN Index tăng khoảng 0.15%. Trong ngắn hạn, tỷ suất sinh lợi của Bitcoin ( $\Delta$ lnBTCt) có tác động dương đến VN Index. Hệ số của ECT là âm và có ý nghĩa thống kê, và đây cũng là bằng chứng cho thấy sự tồn tại của đồng liên kết giữa VN Index và Bitcoin bên cạnh kiểm định Bound test có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Tốc độ điều chỉnh về trạng thái cân bằng trong dài hạn khoảng 27.22%. Phần dư là nhiễu trắng và do đó không bị tự tương quan, phương sai thay đổi. Hơn nữa, mô hình không bị các khuyết tật về dạng hàm, và kết quả kiểm định CUSUM cho thấy các hệ số là ổn định. Do đó, kết quả ước lượng là đáng tin cậy.

Tương tự với trường hợp Việt Nam, kết quả ước lượng cho các chỉ số SSE Composite Index của Trung Quốc, BSE SENSEX của Ấn Độ và Nikkei 225 của Nhật Bản đều cho thấy tác động dương của giá Bitcoin trong dài hạn. Tỷ suất sinh lợi ở thời điểm  $t$  của Bitcoin ( $\Delta \ln BT_Ct$ ) cũng có tác động tích cực đến SSE Composite Index, BSE SENSEX và Nikkei 225 trong ngắn hạn. Hệ số của ECT trong các mô hình đều nhỏ hơn 0 và có ý nghĩa thống kê, biểu thị tốc độ hiệu chỉnh sai số về trạng thái cân bằng trong dài hạn khoảng từ 26-30%. Các kiểm định Bound test cũng xác nhận sự tồn tại của đồng liên kết. Bên cạnh đó, kết quả ước lượng đáng tin cậy khi các phần dư và nhiễu trắng và các kiểm định chẩn đoán không cho thấy vấn đề nghiêm trọng về tính tin cậy và tính ổn định của mô hình.

Tác động tích cực của giá Bitcoin đến các chỉ số chứng khoán của Việt Nam, Trung Quốc, Ấn Độ và Nhật Bản ủng hộ giả thuyết Bitcoin và chứng khoán là các thị trường hỗ trợ nhau (Sami & Abdallah, 2020). Sami và Abdallah (2020) tìm thấy bằng chứng về tác động dương của tỷ suất sinh lợi Bitcoin đến thị trường chứng khoán của các nước Ai cập, Israel, Jordan, Li-băng và Ma-rốc. Họ giải thích rằng do nhà đầu tư sử dụng Bitcoin và chứng khoán để đa dạng hóa danh mục đầu tư nên khi giá Bitcoin tăng sẽ tác động tích cực đến chỉ số chứng khoán. Điều này trái ngược với kết quả họ tìm thấy đối với các nước Ba-ranh, Cô-ôét, Ô-man, Qatar, Ả rập Saudi và UAE khi Bitcoin có ảnh hưởng âm đối với thị trường chứng khoán, và do đó Bitcoin và chứng khoán là các thị trường thay thế và cạnh tranh lẫn nhau.

Kết quả của bài viết này xác nhận sự tồn tại của đồng liên kết giữa Bitcoin và các chỉ số VN Index, SSE Composite Index, BSE SENSEX và Nikkei 225 trong giai đoạn 10/2014–8/2020. So sánh với nghiên cứu của Gil-Alana và cộng sự (2020) khi họ không tìm thấy đồng liên kết giữa các loại tiền mã hóa (bao gồm Bitcoin, Ethereum, Ripple, Litecoin, Stellar và Tether) với các chỉ số S&P 500 Composite, S&P GSCI, VIX, S&P Bond Index và US Nominal Dollar Broad Index trong khoảng thời gian từ 7/5/2015 đến 5/10/2018, có thể rút ra nhận xét rằng mối quan hệ giữa Bitcoin và các loại chỉ số chứng khoán có thể phụ thuộc vào các quốc gia được lựa chọn khi tiến hành nghiên cứu và thời gian quan sát. Ví dụ, trong khi Gil-Alana và cộng sự (2020) cho ra kết quả tương tự Corbet và cộng sự (2018), Umar và cộng sự (2020) tìm thấy sự tương quan giữa Bitcoin, Ripple với các chỉ số NYSE Composite, NASDAQ Composite, SSE Composite Index, Nikkei 225 và thị trường chứng khoán châu Âu Euronext NV.

#### **4. Kết luận**

Bài viết sử dụng phương pháp ARDL để kiểm tra đồng liên kết và ước lượng tác động của giá Bitcoin đến các chỉ số VN Index, SSE Composite Index, BSE SENSEX và Nikkei

225. Dữ liệu theo tháng trong giai đoạn 10/2014–8/2020 được sử dụng. Kết quả kiểm định Bound test cho thấy tồn tại đồng liên kết giữa giá Bitcoin và tất cả chỉ số chứng khoán. Trong dài hạn, giá Bitcoin tác động dương đến các chỉ số chứng khoán của Việt Nam, Trung Quốc, Ấn Độ và Nhật Bản. Trong ngắn hạn, tỷ suất sinh lợi của Bitcoin cũng có tác động dương tức thời đến các chỉ số chứng khoán. Kết quả nghiên cứu cho thấy Bitcoin và chứng khoán là các thị trường hỗ trợ cho nhau. Dựa trên lập luận của Sami và Abdallah (2020), nhà đầu tư có xu hướng mua cổ phiếu cùng với Bitcoin để đa dạng hóa danh mục đầu tư khi giá Bitcoin tăng. Tuy nhiên, hạn chế của nghiên cứu này và của Sami và Abdallah (2020) là chưa phát triển được mô hình lý thuyết giải thích cơ chế tác động của giá Bitcoin lên thị trường chứng khoán để phân tích khi nào Bitcoin có tác động dương, khi nào Bitcoin có tác động âm đến thị trường chứng khoán. Vì vậy, các nghiên cứu trong tương lai có thể phát triển các mô hình lý thuyết, giải thích các kênh truyền dẫn và dự báo tác động của Bitcoin đến thị trường chứng khoán.

### **Tài liệu tham khảo**

- Aggarwal, S., Santosh, M., & Bedi, P. (2018). Bitcoin and Portfolio Diversification: Evidence from India. *Digital India*, 99–115. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-78378-9\\_6](https://doi.org/10.1007/978-3-319-78378-9_6)
- Al-Mulali, U., Saboori, B., & Ozturk, I. (2015). Investigating the environmental Kuznets curve hypothesis in Vietnam. *Energy Policy*, 75, 123–131. <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2014.11.019>
- Bouri, E., Gupta, R., Lahiani, A., & Shahbaz, M. (2018). Testing for asymmetric nonlinear short- and long-run relationships between bitcoin, aggregate commodity and gold prices. *Resources Policy*, 57, 224–235. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2018.03.008>
- Brown, S. D. (2016). Cryptocurrency and criminality. *The Police Journal: Theory, Practice and Principles*, 89(4), 327–339. <https://doi.org/10.1177/0032258x16658927>
- Chan, W. H., Le, M., & Wu, Y. W. (2018). Holding Bitcoin longer: The dynamic hedging abilities of Bitcoin. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.07.004>
- Coinmarketcap. (2020). Cryptocurrency Prices, Charts and Market Capitalization. Địa chỉ truy cập <https://coinmarketcap.com/>
- Corbet, S., Meegan, A., Larkin, C., Lucey, B., & Yarovaya, L. (2018). Exploring the dynamic relationships between cryptocurrencies and other financial assets. *Economics Letters*, 165, 28–34. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2018.01.004>
- Dirican, C., & Canoz, İ. (2017). The cointegration relationship between Bitcoin prices and major world stock indices: an analysis with ARDL model approach. *Journal of Economics, Finance and Accounting*, 4(4), 377–392. <https://doi.org/10.17261/Pressacademia.2017.748>
- Engle, R. F., & Granger, C. W. J. (1987). Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing. *Econometrica*, 55(2), 251–276. <https://doi.org/10.2307/1913236>

- Garcia-Jorcano, L., & Muela, S. B. (2020). Studying the properties of the Bitcoin as a diversifying and hedging asset through a copula analysis: constant and time-varying. *Research in International Business and Finance*, 101300. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101300>
- Gil-Alana, L. A., Aikins Abakah, E. J., & Rojo, M. F. R. (2019). Cryptocurrencies and stock market indices. Are they related? *Research in International Business and Finance*, 101063. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101063>
- Hang, B. T. T., & Huy, D. T. N., An, P. T., Ngoc, N. T. B., & Duyen, H. T. M. (2020). Current situation of Bitcoin management and use: perspectives from the world and recommendations for Vietnam. *Management*, 24(2), 209–235. <https://doi.org/10.2478/manment-2019-0054>
- Hermesus. (2020). Địa chỉ truy cập <https://sec.report/Document/0001821550-20-000001/hiiiformcexhibitd.pdf>
- Johansen, S., & Juselius, K. (1990). Maximum likelihood estimation and inference on cointegration – with applications to the demand for money. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52(2), 169–210. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.1990.mp52002003.x>
- Kiều, N. M., & Lê, L. G. (2018). Vấn đề chính sách đối với Bitcoin: ủng hộ hay không ủng hộ? Kỹ yếu Hội thảo khoa học Tương lai của Fintech và ngân hàng: phát triển và đổi mới, 81–96. ISBN: 978-604-922-684-7
- Nhung, N. T. H., & Hanh, N. T. M. (2019). Overview on the legal position of cryptocurrency (Bitcoin) in some countries in the world - Orientation to build a legal framework for cryptocurrency in Vietnam. *Science & Technology Development Journal - Economics - Law and Management*, 3(2), 119–125. <https://doi.org/10.32508/stdjelm.v3i2.549>
- Kim, T. (2017). On the transaction cost of Bitcoin. *Finance Research Letters*, 23, 300–305. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2017.07.014>
- Kubát, M. (2015). Virtual Currency Bitcoin in the Scope of Money Definition and Store of Value. *Procedia Economics and Finance*, 30, 409–416. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01308-8](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01308-8)
- Nakamoto, S. (2008). Bitcoin: A Peer-To-Peer Electronic Cash System. Địa chỉ truy cập <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>
- NikkeiAsia. (2021). What Elon Musk's bitcoin bet means for Tesla: 5 things to know. Địa chỉ truy cập <https://asia.nikkei.com/Business/Technology/What-Elon-Musk-s-bitcoin-bet-means-for-Tesla-5-things-to-know>
- Odhiambo, N. M. (2009). Energy consumption and economic growth nexus in Tanzania: An ARDL bounds testing approach. *Energy Policy*, 37(2), 617–622. <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2008.09.077>
- Pesaran, M. H., & Shin, Y. (1999). An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis', in Storm, S. (ed.) *Econometrics and Economic Theory in the 20th Century: The Ragnar Frisch Centennial Symposium*, Chapter 11, Cambridge University Press, Cambridge.

- Pesaran, M., Shin, Y., & Smith, R. (2001). Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16, 289–326. <https://doi.org/10.1002/jae.616>
- Sami, M., & Abdallah, W. (2020). How does the cryptocurrency market affect the stock market performance in the MENA region? *Journal of Economic and Administrative Sciences*. <https://doi.org/10.1108/JEAS-07-2019-0078>
- Statista. (2020). How Common is Crypto? Địa chỉ truy cập <https://www.statista.com/chart/18345/crypto-currency-adoption/>
- Umar, M., Hung, N. T., Chen, S., Iqbal, A., & Jebran, K. (2020). Are stock markets and cryptocurrencies connected? *The Singapore Economic Review*. <https://doi.org/10.1142/s0217590820470050>
- Uyen, T. T. (2020). Bitcoin Management in the Digital World Era of Vietnam. *VNU Journal of Science: Economics and Business*, 36(3), 55–63. <https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4268>
- Wang, S., Zhao, Q., & Li, Y. (2019). Testing for no-cointegration under time-varying variance. *Economics Letters*, 182, 45–49. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2019.06.001>
- Zhu, Y., Dickinson, D., & Li, J. (2017). Analysis on the influence factors of Bitcoin's price based on VEC model. *Financial Innovation*, 3(3), 1–13. <http://dx.doi.org/10.1186/s40854-017-0054-0>

# 58.

## HIỆN TRẠNG VỀ TIỀN ĐIỆN TỬ PHÁP ĐỊNH TRÊN THẾ GIỚI VÀ ĐỀ XUẤT CHÍNH SÁCH CHO VIỆT NAM

Nguyễn Đức Việt\*

### Tóm tắt

*Trong cuộc cách mạng công nghiệp 4.0, sự xuất hiện của tiền điện tử pháp định đã dẫn đến sự đổi mới hoàn toàn trong phương thức thanh toán, đem lại nhiều lợi thế trong quản lý tiền tệ của nhà nước. Những lợi thế độc đáo đang được thể hiện trong chức năng phát hành và thanh toán đóng một vai trò đặc biệt quan trọng trong việc cải thiện hệ thống thanh toán hiện có và thúc đẩy sự phát triển của nền kinh tế. Đồng thời tiền điện tử pháp định là một đối trọng xứng tầm với những đồng tiền điện tử tự phát và hầu như chưa được các quốc gia chấp nhận. Do đó, việc xây dựng chính sách về tiền điện tử pháp định ở Việt Nam là cần thiết để từ đó làm nền tảng cho việc quản lý tiền điện tử pháp định của các quốc gia khác và xây dựng, phát triển tiền điện tử pháp định của Việt Nam. Vì thế, bằng phương pháp nghiên cứu tài liệu, tác giả nghiên cứu về hiện trạng tiền điện tử pháp định trên thế giới, là cơ sở để xây dựng đề xuất chính sách về tiền điện tử pháp định ở Việt Nam.*

**Từ khóa:** Tiền điện tử pháp định, hiện trạng trên thế giới, đề xuất chính sách.

### 1. Giới thiệu chung

Sử liệu cũ có viết rằng: “Năm 970 sau Công nguyên, nhà vua Đinh Bộ Lĩnh ở Việt Nam đúc tiền xu hình tròn, có lỗ hình vuông bằng hợp kim có nhiều đồng, đường kính trung bình khoảng 22mm, trên mặt có 4 chữ Thái Bình Hưng bảo.” Và hiện nay, chúng ta tìm thấy rất nhiều hiện vật về đồng tiền xu Thái Bình Hưng bảo được trưng bày trong các bảo tàng và trong các bộ sưu tầm cá nhân. Như vậy, trải qua hàng ngàn năm, theo quá trình tiến hóa, tiền xu bằng đồng và sau đó là tiền xu bằng vàng, tiền xu bằng bạc đã thay thế tiền bằng vỏ sò, vỏ ốc từ thời nguyên thủy. Sau đó là sự phát triển của tiền giấy, tiền polymer phát triển và tồn tại song song với tiền xu kim loại nhưng đây tiền xu kim loại xuống hàng thứ yếu, chỉ sử dụng là tiền lẻ.

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [viet@ueh.edu.vn](mailto:viet@ueh.edu.vn)



Đến những năm đầu của thập niên 30 của thế kỷ XXI, chúng ta đã có những tiện ích li xì (mùng tuổi) qua các ví điện tử, quẹt thẻ ATM/tín dụng hay QR code để thanh toán, rút tiền mặt từ máy ATM không cần thẻ ATM và nhận lương không cần ký bảng lương... Điều này đã nhắc nhở chúng ta sắp đến giai đoạn tiền giấy/tiền polymer sắp biến mất khỏi cuộc sống hàng ngày của chúng ta, thay vào đó sẽ là tiền điện tử - hoàn toàn vô hình. Chúng ta nên chuẩn bị và theo dõi sự thay đổi này như một sự thay đổi của quy luật tự nhiên. Song song đó, chúng ta cũng suy nghĩ và góp phần vào sự thay đổi từ tiền giấy/tiền polymer sang tiền điện tử pháp định để hoàn thiện chính sách về tiền điện tử. Trong phạm vi bài tiết này, tác giả sẽ nghiên cứu, so sánh và đánh giá một vài đồng tiền điện tử pháp định trên thế giới, trên cơ sở đó để xây dựng, đề xuất chính sách về tiền điện tử pháp định ở Việt Nam.

## 2. Phân loại

Hiện nay, trên thế giới cũng chưa thống nhất cách gọi và cũng chưa có quy định cụ thể nào về tiền điện tử trên thế giới nói chung và ở Việt Nam nói riêng. Tuy nhiên, theo khuyến nghị của Ngân hàng Trung ương Châu Âu được nhiều quốc gia và tổ chức chấp thuận<sup>2</sup>, các loại tiền điện tử có thể được phân loại một cách tương đối như sau:

Electronic money - Tiền điện tử (pháp định)

Dùng để chỉ các loại tiền tệ được các quốc gia, tổ chức phát hành tiền thông thường phát hành nhưng chỉ tồn tại dưới hình thức điện tử/kỹ thuật số mà không tồn tại dưới dạng vật lý. Hiện nay, ngân hàng Trung ương Châu Âu đang tiến hành lấy ý kiến người dân trong khu vực về việc phát hành tiền điện tử có tên là e-EURO, sẽ công bố kết quả vào cuối tháng 4.2021 và dự kiến phát hành e-EURO trong năm 2021<sup>3</sup>, Trung Quốc đang thử nghiệm e-CNY từ tháng 8.2020 ở 6 thành phố lớn và một số sự kiện, địa điểm khác. Tiền điện tử có thể chứa/đựng trong một ví tiền điện tử trên một thiết bị kỹ thuật, có giá trị như tiền tệ và được sử dụng rộng rãi để thanh toán cho các đối tác không phải là tổ chức phát hành tiền điện tử. Các thiết bị tiến hành thanh toán với nhau không nhất thiết phải thông qua tài khoản ngân hàng và không cần có kết nối internet trong các giao dịch. Các ví tiền điện tử được phân loại tùy thuộc vào công nghệ được sử dụng:

Ví cứng: Trong trường hợp sử dụng thiết bị là phần cứng, tiền điện tử chứa/lưu trữ trong các ví vật lý như thẻ chip... với các tính năng bảo mật dựa trên phần cứng. Tiền điện tử được chi trả từ ví cứng tới các thiết bị nhận có thể không cần kết nối mạng ngay khi thanh toán. Ví cứng có thể nạp thêm tiền điện tử thông qua các thiết bị không cần kết

<sup>2</sup> Truy cập [https://www.ecb.europa.eu/stats/money\\_credit\\_banking/electronic\\_money/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/money_credit_banking/electronic_money/html/index.en.html)

<sup>3</sup> Truy cập [https://www.ecb.europa.eu/euro/digital\\_euro/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/euro/digital_euro/html/index.en.html)

nối mạng ngay khi nạp hoặc nạp từ các thiết bị cá nhân thông thường như máy điện thoại thông minh hoặc máy tính bảng thông qua các kết nối gần không cần internet (Bluetooth, NFC...).

Ví mềm: Các thanh toán phải dựa trên phần mềm, phải sử dụng phần mềm chuyên dụng có chức năng thanh toán trên các thiết bị cá nhân thông thường như máy điện thoại thông minh hoặc máy tính bảng... Khi chuyển tiền, thiết bị cá nhân thường cần phải kết nối trực tuyến với máy chủ để kiểm soát số dư trong ví.

Virtual currency - Tiền ảo

Được tạo ra với mục đích chủ yếu để chỉ thanh toán mua bán dịch vụ và hàng hóa trong thế giới ảo cụ thể của một tổ chức cụ thể (Trong một games nào đó...). Ở Việt Nam, có quy định cụ thể cấm chuyển đổi tiền ảo và kể cả tài sản ảo sang tiền tệ tiêu dùng.

Cryptographic currency - Tiền mã hóa

Dùng để chỉ các loại tiền điện tử được tạo ra trên nền tảng mã hóa (cryptographic) nhằm bảo đảm tính xác thực của giao dịch với các đồng tiền này. Ví dụ: Bitcoin, ETH... Những đồng tiền này ngoài tính năng thanh toán còn mang tính đầu tư và hiện nay không chịu sự kiểm soát của bất kỳ ngân hàng trung ương của quốc gia cũng như không có sự đảm bảo phát hành.

### **3. Hiện trạng tiền điện tử pháp định trên thế giới**

Đồng tiền e-Euro sắp phát hành<sup>4</sup>:

Định nghĩa: Đồng tiền e-Euro sẽ là đồng tiền điện tử được phát hành bởi Eurosystem (ECB và các ngân hàng trung ương quốc gia), mọi công dân, tổ chức ở các quốc gia đều sử dụng được. Khi sử dụng đồng tiền e-Euro, Eurosystem sẽ đảm bảo rằng công dân các quốc gia trong Liên minh Châu Âu (khu vực sử dụng đồng Euro) sẽ được miễn phí giao dịch. Ngoài tác dụng là tiền tệ điện tử, đây là một phương tiện thanh toán đơn giản, được chấp nhận rộng rãi, an toàn và đáng tin cậy.

Bản chất: Đồng tiền e-Euro sẽ giống như đồng tiền Euro in trên giấy/đồng xu Euro, hoàn toàn giống như tiền giấy/tiền vật lý nhưng tồn tại dưới dạng điện tử (Phi vật lý). Đồng tiền e-Euro sẽ không thay thế tiền mặt, mà tồn tại song song với hệ thống tiền mặt. Liên minh châu Âu đảm bảo tiền mặt vẫn được sử dụng bình thường ở tất cả các quốc gia trong Liên minh Châu Âu (khu vực sử dụng đồng Euro). Đồng tiền e-Euro sẽ cung cấp cho bạn sự lựa chọn bổ sung về cách thanh toán và giúp thanh toán dễ dàng hơn, góp phần vào việc giảm thiểu thanh toán bằng tiền mặt. Đồng tiền e-Euro không phải là tài

---

<sup>4</sup> Truy cập [https://www.ecb.europa.eu/euro/digital\\_euro/faqs/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/euro/digital_euro/faqs/html/index.en.html)

sản tiền điện tử bởi vì giá trị của tài sản điện tử so với đồng tiền Euro sẽ có những biến động tăng hay giảm tùy theo thời điểm và có thể không có tổ chức đáng tin cậy nào hỗ trợ. Những người sử dụng đồng tiền e-Euro sẽ được đảm bảo giống như khi sử dụng tiền mặt, vì cả hai đều được hỗ trợ bởi ngân hàng trung ương.

Công nghệ: Các công nghệ sử dụng cho đồng tiền e-Euro đang được hoàn thiện và chưa được quyết định sẽ sử dụng công nghệ nào. Có thể sử dụng công nghệ sổ cái phân tán (DLT) như Blockchain hoặc sử dụng công nghệ khác.

Chuyển đổi: Đồng tiền e-Euro sẽ được chuyển đổi 1-1 với các hình thức khác của đồng Euro, chẳng hạn như tiền giấy, tiền xu, tiền dự trữ ngân hàng trung ương hoặc tiền gửi thanh toán của các ngân hàng thương mại. Đồng tiền e-Euro sẽ là một phương tiện thanh toán điện tử an toàn, dễ dàng như tiền mặt và giao dịch thông thường sẽ miễn phí. Tất cả mọi người đều sử dụng được kể cả những người không có tài khoản ngân hàng.

Nội dung chính của báo cáo về đồng tiền e-Euro của ngân hàng Trung ương Châu Âu tháng 10.2020<sup>5</sup>:

Thứ nhất, về nhu cầu của người dân: Nhận thức của công chúng về tiền mặt so với thanh toán điện tử đã thay đổi. Tiền mặt vẫn là phương tiện thanh toán chủ yếu trong toàn bộ khu vực đồng euro, nhưng việc sử dụng tiền mặt đang giảm dần ở một số quốc gia, thói quen sử dụng tiền mặt cũng thay đổi nhanh chóng và bất ngờ do cuộc khủng hoảng COVID-19. Sự thay đổi trong thói quen thanh toán là hướng tới thanh toán không tiếp xúc và thanh toán trực tuyến trong thương mại điện tử. Theo khảo sát của ECB, những người trẻ tuổi ở Châu Âu sử dụng thanh toán điện tử ngày càng nhiều, tuy nhiên họ vẫn lo ngại về vấn đề bảo mật, bao gồm cả đảm bảo sự riêng tư cho người sử dụng và tốc độ kết nối, sự ổn định của kết nối.

Thứ hai, về nhu cầu của nền kinh tế: Phát hành đồng tiền e-Euro để thúc đẩy quá trình số hóa nền kinh tế, do đó đồng tiền e-Euro phải theo kịp tốc độ với công nghệ hiện đại mọi lúc để giải quyết tốt nhất các nhu cầu của liên quan đến thị trường. Song song với nó là khả năng sử dụng thuận tiện, tốc độ, chi phí hiệu quả. Việc thiết kế phải đảm bảo để mọi người dùng đều sử dụng được trong toàn bộ khu vực sử dụng đồng Euro và phải tương thích với các giải pháp thanh toán khác như đồng tiền Euro hiện tại. Phát hành đồng tiền e-Euro để góp phần giảm bớt giao dịch tiền mặt. Như vậy, đồng tiền e-Euro phải có các tính năng giống như tiền mặt. Để phù hợp với các tính chất hiện có của tiền mặt, đồng tiền e-Euro phải thực hiện được các giao dịch thanh toán mà không có kết nối mạng. Ngoài ra, nó phải dễ sử dụng cho cộng đồng thiểu số người già, người khuyết tật,

<sup>5</sup> Truy cập [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Report\\_on\\_a\\_digital\\_euro~4d7268b458.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Report_on_a_digital_euro~4d7268b458.en.pdf)

phải hoàn toàn miễn phí cho các giao dịch cơ bản trong cuộc sống của người dân và phải bảo vệ quyền riêng tư. Nó phải trở thành đồng tiền có uy tín như đồng Euro hiện tại.

Thứ ba, về tính cạnh tranh: Đồng tiền e-Euro phải từng bước trở thành đồng tiền thay thế cho đồng tiền Euro vật lý hiện tại trên nhiều lĩnh vực: là phương tiện trao đổi và là phương tiện để tích trữ (để dành, tiết kiệm...). Điều này đặt ra vấn đề phải có sự thống nhất và đồng nhất giữa đồng tiền e-Euro do ECB phát hành và đồng tiền e-Euro do các Ngân hàng Trung ương của Quốc gia thành viên của liên minh Châu Âu phát hành. (Như tiền giấy và tiền xu Euro hiện tại). Ngoài ra, cần xây dựng hành lang pháp lý cho các đồng tiền điện tử khác do các tổ chức tư nhân phát hành (Ví dụ như: Bitcoin...) vì khi thừa nhận vấn đề này có khả năng làm suy yếu đồng tiền e-Euro vì đồng tiền e-Euro đang thua kém các đồng tiền điện tử khác như Bitcoin ở lĩnh vực tích trữ và đầu tư. Tiếp nữa là vấn đề kết nối với hệ thống thanh toán toàn cầu và có kiểm soát. Cần phải đảm bảo việc cung cấp thanh toán điện tử cho các ngân hàng trung ương nước ngoài hoặc các cá nhân, tổ chức nằm ngoài khu vực đồng tiền Euro truyền thống có nhu cầu sử dụng. Song song đó là công dân châu Âu phải có thể sử dụng đồng tiền e-Euro ở bất kỳ đâu trên mạng thanh toán điện tử toàn cầu. Điều này làm nên uy tín trên toàn cầu của đồng tiền e-Euro. Như vậy, để đồng tiền e-Euro có tính cạnh tranh cao, đồng tiền e-Euro phải sẵn sàng cho việc sử dụng trực tuyến, trở thành giải pháp thanh toán ngoại tệ cho các quốc gia ngoài Liên minh Châu Âu từ đó loại bỏ các phương thức thanh toán không được kiểm soát (như Bitcoin...).

Thứ tư, về chính sách quản lý: Các quốc gia trong Liên minh châu Âu cần có nghiên cứu và kết luận về ảnh hưởng của việc phát hành đồng tiền e-Euro cho quốc gia. Nếu nghiên cứu cho kết quả: Việc phát hành đồng tiền e-Euro là cần thiết hoặc có ảnh hưởng tốt cho chính sách tiền tệ thì cần có những chính sách cụ thể hỗ trợ cho sự phát triển của đồng tiền e-Euro. Ví dụ như tăng lãi suất tiền gửi của đồng tiền e-Euro cao hơn so với đồng tiền Euro truyền thống.

Thứ năm, e-Euro là công cụ thanh toán thay thế đồng tiền Euro truyền thống: Khi có sự cố về mạng internet, thiên tai, đại dịch hoặc các sự cố về đường truyền, các sự cố khác có thể làm gián đoạn các dịch vụ thanh toán thông thường như ngừng thanh toán bằng thẻ tín dụng cá nhân, gián đoạn giao dịch qua ngân hàng trực tuyến hoặc không thể rút tiền mặt từ máy rút tiền tự động (ATM) sẽ gây ảnh hưởng tiêu cực đến các hệ thống bán lẻ, dịch vụ. Khi đại dịch xảy ra, sự giãn cách xã hội có thể làm thay đổi thói quen thanh toán của người dân. Lúc này, tiền mặt cũng có thể được xem là vật trung gian truyền bệnh. Khi đó, người dân sẽ hạn chế sử dụng tiền mặt và có xu hướng sử dụng các hình thức thanh toán không tiếp xúc, thanh toán trực tuyến và các hình thức thanh toán tương tự khác. Khi đó, đồng tiền e-Euro cần sẵn sàng để áp dụng trong việc thanh toán, đồng tiền

e-Euro được giao dịch qua kênh thanh toán linh hoạt tách biệt với các kênh của các dịch vụ thanh toán khác và đảm bảo quá trình thanh toán thông suốt.

Thứ sáu, vai trò quốc tế của đồng tiền e-Euro: Đồng tiền e-Euro là nhân tố quan trọng trong việc khẳng định thế mạnh của nền kinh tế trên toàn châu Âu. Khi đó, Liên minh Châu Âu sẽ phát hành đồng tiền e-Euro với vai trò là một phương tiện thanh toán quốc tế. Khi đó, việc thanh toán quốc tế giữa người dân các quốc gia trong Liên minh Châu Âu và các quốc gia còn lại sẽ diễn ra thuận tiện và dễ dàng.

Thứ bảy, giảm thiểu chi phí phát hành và thân thiện với môi trường: Đồng tiền e-Euro được thiết kế và hình thành trên một nền tảng kỹ thuật tốt sẽ giảm thiểu chi phí phát hành so với đồng tiền Euro truyền thống. Tiếp nữa, đồng tiền e-Euro còn có lợi thế so sánh về hiệu quả sử dụng tiết kiệm năng lượng so với các đồng tiền điện tử khác như Bitcoin. Để đảm bảo cho việc phát hành Bitcoin đúng theo dự kiến, các bài toán cần giải mã càng ngày càng khó hơn dẫn đến năng lượng vô công trong việc tìm kết quả thỏa mãn (mining) càng ngày càng lớn. Như vậy, kỹ thuật thiết kế của đồng tiền e-Euro phải đạt được tối ưu về chi phí vận hành và thân thiện với môi trường.

Thứ tám, tác động đến lĩnh vực ngân hàng, chính sách tiền tệ và ổn định tài chính quốc gia. Đồng tiền e-Euro có thể có những tác động tiêu cực đến lĩnh vực ngân hàng, chính sách tiền tệ và ổn định tài chính quốc gia như làm suy giảm hoạt động cho vay của ngân hàng thương mại cổ phần, ảnh hưởng trực tiếp đến lãi suất tiền gửi. Nếu quản trị sai lầm, đồng tiền e-Euro có thể giống như Bitcoin, trở thành phương tiện đầu tư tiền tệ. Ví dụ như khi thực thi chính sách đề xuất hỗ trợ (trong mục 4.5.4) cho sự phát triển của đồng tiền e-Euro là tăng lãi suất tiền gửi của đồng tiền e-Euro cao hơn so với đồng tiền Euro truyền thống một cách thái quá, người dân sẽ chỉ gửi tiết kiệm bằng đồng tiền e-Euro. Bây giờ sẽ có một tỷ lệ lớn đồng tiền e-Euro ở dạng tiết kiệm/đầu tư thay vì là phương tiện thanh toán. Liên minh Châu Âu phải kiểm soát số lượng đồng tiền e-Euro phát hành để kiểm soát lạm phát. Như vậy, đồng tiền e-Euro phải được coi là phương tiện thanh toán tiện lợi, nhưng phải tránh việc sử dụng nó như một hình thức đầu tư và đồng thời không xảy ra việc chuyển đổi hoàn toàn từ tiền tiết kiệm truyền thống (ví dụ: tiền gửi ngân hàng) sang đồng tiền e-Euro.

Như vậy, việc dự kiến hình thành e-Euro là một bước tiến quan trọng của Liên minh Châu Âu trong việc hình thành môi trường thanh toán không dùng tiền mặt và không phụ thuộc vào mạng internet. Đảm bảo mọi người dân kể cả nhóm người dân đặc thù, thiểu số vẫn có thể sử dụng được. Euro có tham vọng rất lớn về việc phổ biến e-Euro ra toàn cầu.

*Thử nghiệm tiền điện tử của Trung Quốc (e-CNY):*

Thứ nhất, thông tin cơ bản về thử nghiệm tiền điện tử của Trung Quốc (e-CNY): Theo thông tin từ cổng thông tin Tencent QQ của Cộng hòa Nhân dân Trung Hoa, đợt thử nghiệm thứ hai của đồng tiền Nhân dân tệ điện tử (e-CNY) sẽ tiếp tục diễn ra ở 6 thành phố Trường Sa, Hải Nam, Thượng Hải, Thanh Đảo, Đại Liên và Tây An. Đợt 1 đã diễn ra ở 4 thành phố là Tây An, Tô Châu, Thành Đô, Thẩm Quyển và tại 2 địa điểm cụ thể là Bệnh viện Đồng Nhân Thượng Hải và Thế vận hội Mùa Đông với hơn 144.000 người tham gia thử nghiệm.<sup>6</sup> Đợt 2 diễn ra trước tết Nguyên đán ở Trung Quốc, bắt đầu từ ngày 5/2/2021 và vẫn đang tiếp tục. Chính quyền các thành phố tham gia thử nghiệm phát e-CNY cho nhân dân dưới nhiều hình thức. Ở Tô Châu, chính quyền phân phát tại “Lễ hội Mùa xuân chào mừng e-CNY”, mỗi người nhận được 200 e-CNY, tổng cộng có 30 triệu e-CNY được phát ra cho 150.000 người<sup>7</sup>. Ở Thành Đô, ngày 24/2/2021, chính quyền tổ chức bốc thăm may mắn với hơn 20.000 người may mắn nhận các giải thưởng khác nhau. Ngoài ra, còn có 138.805 người nhận được quà là 178 e-CNY và 64.255 người nhận 238 e-CNY. Tuy nhiên, điều khác biệt trong đợt thử nghiệm lần này là e-CNY sẽ chỉ tiêu dùng lần đầu trong thời hạn nhất định. Khi hết thời hạn (19/3/2021) mà e-CNY chưa được sử dụng lần đầu, e-CNY sẽ được tự động thu hồi và trả về quỹ của địa phương.<sup>8</sup>

Thứ hai, đặc điểm pháp lý của e-CNY ở Trung Quốc<sup>9</sup> là: “Đồng tiền Nhân dân tệ điện tử là đồng tiền điện tử hợp pháp do Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc phát hành” (Zhang Ling, 2020, trang 2), tuy nhiên, theo “Luật Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc” và “Quy định quản lý Nhân dân tệ”, đồng tiền hợp pháp của Trung Quốc hiện nay là đồng nhân dân tệ, bao gồm 2 loại là tiền giấy và tiền xu, không có quy định là đồng tiền vô hình, đồng tiền điện tử. Do đó, đồng nhân dân tệ điện tử hiện nay chỉ là thử nghiệm hợp pháp<sup>10</sup>. Một e-CNY luôn được định giá cố định bằng một CNY.

Thứ ba, tính lưu thông: “Theo quy định, đồng nhân dân tệ điện tử có giá trị như đồng nhân dân tệ thông thường, các đơn vị, cá nhân không được từ chối nhận nếu đáp ứng đủ điều kiện nhận” (Fan Yifei, 2020, trang 3). Điều này có nghĩa là các tổ chức, cá nhân ở

<sup>6</sup> Truy cập <https://new.qq.com/omn/20201127/20201127A00NPG00.html> ngày 27/11/2020 và <https://new.qq.com/omn/20210129/20210129A0A0GQ00.html> ngày 29/01/2021.

<sup>7</sup> Truy cập <https://forex.cngold.org/c/2021-02-07/c7474697.html> ngày 07/02/2021.

<sup>8</sup> Truy cập [https://www.thepaper.cn/newsDetail\\_forward\\_11521715](https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_11521715) ngày 02/3/2021 và <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1693137767743760198&wfr=spider&for=pc> ngày 03/3/2021.

<sup>9</sup> Truy cập <https://xueqiu.com/6200101656/159454919> ngày 17/9/2020 - Bài “Phân tích ý nghĩa chính sách của việc định vị đồng nhân dân tệ điện tử” của Fan Yifei, Phó thống đốc ngân hàng trung ương Cộng hòa Nhân dân Trung Hoa.

<sup>10</sup> Truy cập <https://www.jinse.com/member?id=405505> ngày 29/11/2020 - Bài “Giải thích các vấn đề pháp lý liên quan đến đồng nhân dân tệ điện tử” của Zhang Ling, công ty luật Han.

trong các khu vực thử nghiệm đã có ví điện tử trên điện thoại hoặc đã có thiết bị nhận (máy quét) sẽ không được từ chối nhận e-CNY. Nhận xét về điều này, Zhang Ling (2020, trang 2) cho rằng: “Những phát biểu này của Chủ tịch Fan là phù hợp với tình hình thực tế, bởi việc nắm giữ và sử dụng đồng nhân dân tệ điện tử cần dựa vào các thiết bị và phương tiện viễn thông đầu cuối như ví điện tử, ví điện tử cứng hay điện thoại di động chứ không phải ai cũng có điều kiện nhận được trong bất kỳ trường hợp nào.” Điều quan trọng hơn ở đây là trong quá trình sửa đổi “Luật Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc” và “Quy định quản lý Nhân dân tệ” có bắt buộc toàn bộ người dân trong vùng thử nghiệm nói riêng và trên toàn quốc (Khi thử nghiệm hoàn tất) nói chung bắt buộc phải có thiết bị hoặc phương tiện viễn thông đầu cuối để bắt buộc phải nhận e-CNY hay để tự do lựa chọn. Ví dụ như cửa hàng có máy quét thẻ ATM/thẻ tín dụng sẽ có lợi thế so sánh trong việc bán hàng hơn những cửa hàng không có máy quét thẻ, chỉ nhận tiền mặt. Các giao dịch vừa e-CNY là ẩn danh với hai bên tham gia giao dịch, bên trả tiền không biết mình trả tiền cho ai, khi nhận hàng hóa và dịch vụ thì trả tiền đã thương lượng cho hàng hóa hoặc dịch vụ đó thông qua thiết bị mà bên bán hàng, cung cấp dịch vụ đưa ra và ngược lại. Tuy nhiên, ngân hàng Nhân dân Trung Quốc sẽ định danh được tất cả những giao dịch này và chỉ sử dụng trong các trường hợp cần điều tra về gian lận, tiền giả hay rửa tiền và các hoạt động điều tra theo yêu cầu của các cơ quan chức năng có thẩm quyền khác.

Thứ tư, các giới hạn của e-CNY: Hiện tại, trong quá trình thử nghiệm, e-CNY chưa có giới hạn nào trong việc sử dụng. Tuy nhiên, trong tương lai, ngân hàng Nhân dân Trung Quốc đã có những dự kiến về giới hạn sử dụng như giới hạn tổng số tiền chi tiêu trong mỗi năm, mỗi tháng, mỗi ngày hoặc miễn phí cho những giao dịch nhỏ và không lặp lại, tính phí cho những giao dịch lớn hoặc lặp lại. Các giới hạn này có thể được bổ sung thêm khi hoạt động chính thức. Dự kiến sẽ có 04 mức/loại ví khác nhau, mỗi loại ví có giới hạn số tiền giao dịch hàng ngày, hàng năm và các giới hạn tương ứng.

Thứ năm, vấn nạn tiền giả: Do các giao dịch tuy ẩn danh với đối tác nhưng là định danh với ngân hàng Nhân dân Trung Quốc, do đó các vấn đề về giả mạo thông tin hay tiền giả sẽ dễ dàng truy suất khi có yêu cầu điều tra.

Thứ sáu, vai trò của ngân hàng thương mại trong phát hành e-CNY: Cũng như đồng Nhân dân tệ truyền thống, ngân hàng thương mại cũng tham gia phát hành e-CNY và được ủy quyền để mở ví e-CNY cho khách hàng, cung cấp dịch vụ liên quan đến lưu thông đồng nhân dân tệ điện tử và chịu trách nhiệm với các dịch vụ đó. Tuy nhiên, trong giai đoạn thử nghiệm này, các ngân hàng thương mại chưa tham gia việc phát hành e-CNY và lưu thông.

Thứ bảy, các vấn đề pháp lý khác: Trong suốt 7 năm nghiên cứu cho đến khi thử nghiệm phát hành e-CNY, các vấn đề kỹ thuật liên quan có vẻ đã được giải quyết liên

quan đến chống rửa tiền, chống tài trợ khủng bố, bảo vệ dữ liệu... và với những đề xuất chỉnh sửa các luật liên quan, Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc đã sẵn sàng cho việc phát hành chính thức và rộng rãi e-CNY trong thời gian gần. Tuy nhiên, các vấn đề pháp lý liên quan đến việc phát hành e-CNY toàn cầu chưa được đề xuất. Việc này có thể tiếp tục được thử nghiệm sau khi e-CNY phát hành chính thức.

Thứ tám, đặc điểm kỹ thuật của e-CNY: Đồng e-CNY được phát hành trên công nghệ Blockchain, sử dụng lưu trữ dữ liệu phân tán ở các máy thành viên ngang hàng. Tuy nhiên nó sẽ khác với Blockchain truyền thống là tất cả các máy thành viên ngang hàng chứa số cái – dữ liệu lưu trữ quá trình giao dịch – đều thuộc quyền quản lý của chính phủ. Điều này đồng nghĩa với việc chính phủ có toàn quyền chỉnh sửa dữ liệu giao dịch trong hệ thống. Tuy nhiên, hiện nay, chính phủ đang là đơn vị cung cấp/phát hành e-CNY và đồng thời là trọng tài/người ghi chép giao dịch nên không cần thiết thực hiện chỉnh sửa giao dịch trong hệ thống. Điều này cũng giống như các ngân hàng thương mại hiện nay cũng có khả năng chỉnh sửa được các giao dịch trong hệ thống nội bộ của họ nhưng vì niềm tin với khách hàng, họ không dám làm như vậy. Hơn nữa, với đặc điểm về mã hóa bảo mật của Blockchain là quá trình mã hóa block mới có sử dụng dữ liệu của block cũ đảm bảo nếu muốn chỉnh sửa dữ liệu cần phải chỉnh sửa tất cả các block trước đó và sau đó. Điều này là không thể thực hiện khi chuỗi đã có quá nhiều block. Điều này giống như việc thực hiện ghi sổ cái lại từ đầu.

Thứ chín, đặc điểm phát hành: Mỗi đồng e-CNY đều được gán số thứ tự (Serial Number) tương ứng tương tự như trên tiền giấy/polymer và có mệnh giá tương ứng. Như vậy, việc phát hành e-CNY tương tự như việc phát hành tiền giấy/polymer, chỉ khác là không trực tiếp in ra mà chỉ phát hành dạng điện tử (phi vật lý), không tồn tại dạng vật lý. Như vậy, trên mỗi ví sẽ có lưu trữ cụ thể số tờ giấy bạc, serial tờ giấy bạc từ đó suy ra tổng số tiền. Tiền lẻ phát hành và lưu trữ như tiền xu, chỉ có số lượng đồng xu theo mệnh giá và không có số serial. Nói cách khác, nếu ta có 10 e-CYN trong ví có thể tồn tại ở nhiều cách: (1) 1 đồng tiền điện tử mệnh giá 10 e-CYN; (2) 2 đồng tiền điện tử mệnh giá 5 e-CYN với 2 serial khác nhau; (3) 5 đồng tiền điện tử mệnh giá 2 e-CYN với 5 serial khác nhau; (4) 1 đồng tiền điện tử mệnh giá 5 e-CYN, 2 đồng tiền điện tử mệnh giá 2 e-CYN với 3 serial khác nhau và 10 đồng tiền điện tử mệnh giá 10 cent e-CYN không có serial. Như vậy đồng nghĩa với việc giao dịch bằng e-CNY hoàn toàn giống với thật, khi mà bên trả tiền và bên nhận tiền không có đủ tiền lẻ để trả hoặc thối lại thì sẽ có một bên chịu thiệt và một bên hưởng lợi.



**Hình 1: Đồng tiền điện tử pháp định mệnh giá 1 e-CNY (có số serial) trong ví mềm**



Nguồn: [www.new.qq.com](http://www.new.qq.com)

Về ví điện tử: Cũng như các ví điện tử khác, ví điện tử e-CNY là một app được cài đặt vào điện thoại di động của người dùng, có bảo mật cao bằng mật khẩu, chỉ sử dụng khi có internet, thực hiện các thao tác quét QR Code của người nhận tiền và nhập số tiền cần trả như các ví điện tử khác. Ví điện tử có định danh người sử dụng.

Về ví cứng: Ví cứng được thử nghiệm ở Thượng Hải, sử dụng công nghệ NFC (Near-Field Communications), tạm dịch là công nghệ kết nối trường gần, là một giao thức kết nối giữa hai thiết bị điện tử ở khoảng cách gần. Thanh toán bằng cách quét thẻ trên thiết bị quét thẻ tín dụng của người nhận tiền/người bán/người cung cấp dịch vụ, việc thanh toán không yêu cầu các thao tác phức tạp và không cần mang theo điện thoại thông minh, không cần internet, mật khẩu để thanh toán. Việc chuyển tiền từ ví điện tử vào ví cứng hoặc từ ví cứng vào ví điện tử sẽ thao tác trên điện thoại thông minh thông qua kết nối bluetooth hoặc NFC. Và như vậy, khi mất ví cứng nghĩa là mất tiền, ai cũng có thể sử dụng được, ví cứng không có định danh với người dùng.

**Hình 2: Quá trình thanh toán bằng ví cứng và thiết bị thanh toán tích hợp bằng công nghệ NFC, quá trình thanh toán không cần kết nối internet.**



*Nguồn: www.new.qq.com*

Kết luận về thử nghiệm: Trung Quốc đã thử nghiệm e-CNY ở nhiều địa phương khác nhau để xác định tính ổn định và độ tin cậy của đường truyền và hệ thống. Đồng thời qua đó cũng thử nghiệm nhiều loại ví khác nhau ở trong những khu vực nhỏ khác nhau. Trong thời gian ngắn sắp tới, Trung Quốc đã tiếp tục thử nghiệm e-CNY ở các cơ sở chữa bệnh nguy cơ cao và thử nghiệm rộng rãi hơn. Trong thời gian dài, với tham vọng lớn, Trung Quốc sẽ tiếp tục thử nghiệm e-CNY liên kết với các quốc gia khác, hiện đã có Thái Lan và Các Tiểu vương quốc Ả Rập thống nhất (UEA) đã tham gia kế hoạch tiền điện tử toàn cầu của Trung Quốc<sup>11</sup>.

#### **4. Đặc điểm chính của tiền điện tử so sánh với các đặc điểm của tiền mã hóa**

Về tính đảm bảo: Đây là đặc điểm chính yếu cơ bản của tiền điện tử khác với tiền mã hóa, tiền điện tử là do chính phủ phát hành và đảm bảo quyền sở hữu, đảm bảo giá trị, đảm bảo lưu hành... bằng những chế định pháp luật cụ thể. Đây là đặc điểm mà tiền mã hóa chưa có đến thời điểm này.

Về bảo mật: Đặc điểm này thì tiền điện tử tương tự như tiền mã hóa là sử dụng lưu trữ dữ liệu phi tập trung trên nền tảng của Blockchain, mã hóa theo chuỗi và khi mã hóa có sự kế thừa. Do đó tiền trình ghi nhận giao dịch là liên tục và không thể sửa chữa.

---

<sup>11</sup> Truy cập <https://thanhnien.vn/cong-nghe/thai-lan-va-uae-tham-gia-ke-hoach-tien-ky-thuat-so-toan-cau-cua-trung-quoc-1346845.html>

Về bảo vệ môi trường và tiêu hao năng lượng: Với đặc điểm này thì tiền điện tử vượt trội hoàn toàn đối với tiền mã hóa. Do được chính phủ tài trợ nên hệ thống máy tính vận hành sẽ hoạt động với công suất vừa đủ với công suất dự phòng. Còn đối với tiền mã hóa, do phải trả thu nhập/trả thưởng cho các máy tính tham gia hệ thống (Quá trình đào - mining) với phần thưởng cố định theo thời gian. Do đó, khi các máy tính (Máy đào) tham gia hệ thống càng nhiều và càng tăng tốc độ xử lý thì xác suất nhận thu nhập/phần thưởng ngày càng giảm. Điều này đồng nghĩa với việc công suất vô công của cả hệ thống ngày càng lớn. Điều này gây lãng phí năng lượng ngày càng lớn do máy tính chạy vô công ngày càng nhiều.

Về tính ẩn danh: Đặc điểm này tiền điện tử kế thừa một phần của tiền mã hóa, đó là tính ẩn danh của hai bên tham gia giao dịch. Tuy nhiên, chính phủ một quốc gia sẽ nắm quyền quản lý thông qua ngân hàng trung ương nghĩa là chính phủ có quyền truy cập, nắm rõ thông tin chính danh của những giao dịch này và điều chỉnh những hành vi phạm pháp như mua bán hàng cấm, rửa tiền, sử dụng tiền giả....

Về thanh toán: Đồng tiền điện tử hay đồng tiền mã hóa đều có thể thanh toán không bị giới hạn bởi thời gian và không gian, có thể thực hiện việc chuyển tiền trong và ngoài nước một cách nhanh chóng, thuận tiện và chi phí thấp, toàn bộ quá trình thanh toán thuận tiện và hiệu quả hơn. Việc chuyển tiền truyền thống ra nước ngoài cần trải qua các thủ tục phức tạp hơn thông qua các tổ chức ngân hàng, chẳng hạn như mã nhận dạng doanh nghiệp của Hiệp hội Viễn thông Tài chính, số tài khoản ngân hàng quốc tế của một nơi nhận cụ thể... và đồng thời, hoàn thành toàn bộ quá trình chuyển tiền. Quá trình này mất nhiều thời gian, thường từ 1 đến 8 ngày làm việc và yêu cầu phí xử lý tương đối cao; trong khi tiền điện tử có thể thực hiện các dịch vụ chi phí thấp và thuận tiện cho việc chuyển tiền ra nước ngoài, chẳng hạn như khi xử lý chuyển khoản ở nước ngoài thông qua Paypal, Số tiền chuyển có thể được ghi có vào tài khoản Paypal của người nhận thanh toán ngay sau khi chấp nhận lệnh thanh toán, giúp thực hiện các giao dịch kinh doanh tức thì. Vấn đề quản lý của chính phủ cũng sẽ là một đặc điểm khác của tiền điện tử so với tiền mã hóa, chính phủ sẽ quy định những đối tượng nào sẽ được chuyển tiền ra nước ngoài và quy định hạn mức cụ thể cho từng đối tượng cụ thể.

## **5. Hiệu quả về mặt chính sách và phát hành của tiền điện tử**

Về mặt thanh toán: Tiền điện tử của ngân hàng trung ương phát hành đã tạo ra một mô hình thanh toán và thanh toán liên ngân hàng hoàn toàn mới, có thể tối ưu hóa chức năng thanh toán; nếu nó được tích hợp hiệu quả với các công cụ tài chính khác như thị trường chứng khoán, thị trường hàng hóa, thị trường vốn..., tiền tệ điện tử của ngân hàng trung

ương phát hành sẽ giúp tiết kiệm chi phí và tăng hiệu quả không chỉ đối với nhà nước mà còn đối với các đơn vị trung gian thanh toán như ngân hàng, các tổ chức tín dụng.....

Về chính sách tiền tệ: Một phần đồng tiền điện tử khi phát hành không ảnh hưởng đến kinh tế vĩ mô. Một phần nào đó của đồng tiền điện tử khi phát hành có thể không ảnh hưởng (trung lập) đến chính sách tiền tệ và kinh tế vĩ mô. Ví dụ trong thị trường liên ngân hàng, khi ngân hàng trung ương phát hành đồng tiền điện tử căn cứ vào lượng dự trữ tiền tệ bắt buộc của các ngân hàng thương mại ở ngân hàng trung ương đồng thời lượng tiền điện tử này chỉ được thanh toán giới hạn trong thị trường liên ngân hàng thì nguồn cung của lượng tiền điện tử này hoàn toàn không ảnh hưởng đến chính sách tiền tệ và kinh tế vĩ mô. Bản chất của vấn đề này chỉ là chuyển dự trữ bắt buộc từ ngân hàng thương mại này sang ngân hàng thương mại khác và vẫn đảm bảo tỷ lệ dự trữ bắt buộc của các ngân hàng thương mại.

Lãi suất tiền tệ điện tử của ngân hàng trung ương có thể trở thành một công cụ chính sách tiền tệ mới. Nếu đồng tiền điện tử của ngân hàng trung ương phát hành không chỉ là một công cụ thanh toán mà còn là một tài sản chịu lãi, thì nó sẽ tạo ra một công cụ chính sách tiền tệ mới dựa trên giá cả.

Thứ nhất là ở thị trường liên ngân hàng, khi lãi suất tiền tệ điện tử của ngân hàng trung ương cao hơn lãi suất dự trữ, nó sẽ thay thế lãi suất dự trữ và trở thành giới hạn dưới của lãi suất thị trường tiền tệ.

Thứ hai là ở thị trường bán lẻ của ngân hàng thương mại, nếu lãi suất tiền điện tử của ngân hàng trung ương thấp hơn của lãi suất tiền gửi ngân hàng. Điều này có hai ý nghĩa chính sách tích cực. Một là, giúp tăng chuyển lãi suất của ngân hàng trung ương sang lãi suất tín dụng trung và dài hạn. Hai là, ngân hàng trung ương có thể thông qua việc điều chỉnh lãi suất tiền tệ điện tử của ngân hàng trung ương để điều chỉnh lãi suất tiền gửi ngân hàng.

Loại bỏ các trường hợp lãi suất nhỏ hơn 0: Khi lãi suất quá thấp, nếu các tổ chức gửi tiền vào ngân hàng đôi khi còn chịu lãi suất âm hay nói cách khác, họ phải trả chi phí dịch vụ cho việc quản lý và giữ giùm tiền mặt của ngân hàng thương mại khi mà dòng tiền dư thừa trong nền kinh tế. Đối với tiền điện tử, chi phí dịch vụ cho việc quản lý và giữ giùm tiền điện tử của ngân hàng thương mại là không đáng kể, điều này giúp lãi xuất tiền gửi chỉ có thể về 0 mà không thể thấp hơn 0.

Về phát hành tiền: Khi phát hành tiền điện tử, chi phí phát hành sẽ nhỏ hơn nhiều lần chi phí in ấn, bảo quản, vận chuyển và phát hành tiền mặt. Ngoài ra các ngân hàng thương mại nói riêng và ngân hàng trung ương nói chung cũng giảm thiểu rất nhiều nhân viên kiểm đếm, gói buộc cũng như các công việc hậu kỳ của tiền mặt như kiểm tra, lập biên bản thu hồi những tờ tiền hư hỏng, không đủ tiêu chuẩn lưu thông cũng như quy trình

hủy nó.<sup>12</sup> Việc phát hành hay thu hồi cũng trở nên dễ dàng và nhanh chóng hơn bao giờ hết, kho lệnh phát hành ban bố, gần như tức thời các ngân hàng thương mại có ngay tiền để chi dùng. Điều này đặc biệt hiệu quả trong các trường hợp tạm mất thanh khoản vì điều kiện khách quan. Ví dụ như vụ việc xảy ra vào năm 2003 ở ngân hàng ACB, khi có tin đồn ngân hàng khó khăn trong thanh khoản, thanh toán, tâm lý lo ngại dấy lên và đỉnh điểm là ngày 14/10/2003, từng đoàn người ùn ùn kéo đến rút tiền tại hội sở và các chi nhánh. Nhiều người kiên quyết bám trụ với hy vọng phải cầm được tiền của mình mới chịu ra về. Đối lập với tình trạng này là từng đoàn xe chuyên dụng chở tiền nối đuôi nhau từ ngân hàng nhà nước và các ngân hàng khác chở tiền đến hỗ trợ thanh khoản cho ngân hàng ACB tránh đổ vỡ dây chuyền. Đối với tiền điện tử, tất cả chỉ thông qua vài cái bấm chuột... Ngân hàng Trung ương giữ vai trò phát hành và đưa ra lưu thông, chuyển cho các ngân hàng thương mại, từ đó đồng tiền điện tử mới tới người dùng. Đồng thời, ngân hàng Trung ương duy trì sự tồn tại và tính trung lập của toàn hệ thống.

## **6. Đề xuất chính sách cho tiền điện tử pháp định**

### **Đề xuất khái niệm**

Như đã nêu ở trên, hiện nay trên thế giới có rất nhiều định nghĩa về tiền điện tử và những định nghĩa này cũng còn nhiều tranh cãi. Việc dịch/chuyển ngữ những định nghĩa này sang tiếng Việt cũng tạo nên nhiều tranh luận. Tuy nhiên, tồn tại ba cách hiểu về tiền điện tử như sau: (1) Tiền điện tử tương đương với tiền ảo, tiền mã hóa, (2) Tiền điện tử là một công cụ thanh toán điện tử. (3) Tiền điện tử là một loại tiền tệ.

Những cách hiểu khác nhau này xuất phát từ hai lý do chính: Thứ nhất, tiền điện tử là một khái niệm hoàn toàn mới và nó được hình thành dựa trên sự phát triển của công nghệ thông tin trong cuộc cách mạng công nghiệp 4.0. Thứ hai, khái niệm ban đầu về tiền điện tử chỉ là một cách suy nghĩ mới, tuy nhiên với sự phát triển của công nghệ thông tin và sự đảm bảo của các quốc gia, khu vực sẽ xây dựng nên giá trị lâu dài của tiền điện tử.

Trên thực tế, với sự tồn tại hơn 10 năm của Bitcoin, và những giá trị mà Bitcoin đang nắm giữ, lần đầu tiên tiền điện tử được tồn tại với định danh là “Crypto Currency” hay “Cryptocurrency”, dịch/chuyển ngữ sang tiếng Việt là tiền ảo, tiền điện tử... nhưng từ chính xác nhất để dịch theo tôi là tiền mã hóa. Và cũng với thực tế tồn tại, các đồng tiền (coin) này và ngay cả Bitcoin cũng không thể định nghĩa là tiền điện tử do nó hoàn toàn

---

<sup>12</sup> Năm 2019, chi phí sản xuất Nhân dân tệ tiền mặt ở Trung Quốc là khoảng 116,2 tỷ nhân dân tệ. Chi phí lưu trữ, vận chuyển, lưu thông tiền mặt và chi phí tiêu hủy khoảng 276,7 tỷ nhân dân tệ/năm. Trong khi chi phí hệ thống vận hành của đồng nhân dân tệ điện tử về mặt lý thuyết là khoản đầu tư một lần, sau đó chi phí cận biên sẽ giảm xuống. Thậm chí gần bằng không. Các ngân hàng thương mại không cần phải đầu tư liên tục vào vận chuyển và bảo quản an toàn mà chỉ cần chuyên khoản trực tuyến với người dùng. Trong lưu thông thực tế, chi phí tổn thất và chi phí bảo trì của đồng Nhân dân tệ điện tử cũng gần như bằng không.

không có sự kiểm soát và đảm bảo của nhà nước. Ngoài ra, theo thời gian, tốc độ các giao dịch bitcoin chậm dần và chi phí giao dịch ngày càng cao, các giao dịch nhỏ đều mất thời gian rất lâu mới có thể thực hiện được do hệ thống ưu tiên thực hiện những giao dịch lớn vì có chi phí giao dịch lớn. Bitcoin mất dần tính năng thanh toán và dần chỉ còn tính năng đầu tư. Do đó, với bitcoin ta sử dụng khái niệm là tiền mã hóa là đúng nhất.

Đối với định nghĩa tiền điện tử pháp định là tiền tệ, đây là một khái niệm mới nhất, để thỏa mãn khái niệm này, ngoài một số đặc điểm là ưu điểm của tiền mã hóa về bảo mật, về chi phí, về thanh toán... thì luôn phải tồn tại một đặc điểm tiên quyết là phải chịu sự quản lý của chính phủ. Hiện nay cũng chỉ có các thử nghiệm của một số khu vực/quốc gia và các đề xuất chỉnh sửa Luật cho phù hợp ở một số quốc gia. Tuy nhiên, kết quả thực nghiệm lại rất khả quan, các kết quả giao dịch và quản lý giao dịch, các vấn đề liên quan khác đã được giải quyết hợp lý để tiền điện tử pháp định có thể được coi là một loại tiền tệ.

Tiền điện tử pháp định là một công cụ thanh toán điện tử. Đây cũng là một khái niệm mới và tiền điện tử pháp định hoàn toàn đáp ứng được và đáp ứng tốt hơn khi mà các giao dịch có thể diễn ra không cần internet và không cần có tài khoản ngân hàng. Các công cụ thanh toán điện tử đang sử dụng như chuyển khoản online, quét thẻ ATM/thẻ tín dụng hay các ví điện tử như ngânluong, MoMo, Viettel Pay.... cũng đều phải xoay quanh đồng tiền gốc được công nhận là tiền, đó là Đồng Việt Nam thông qua tài khoản ngân hàng.

Căn cứ vào những phân tích ở trên, tác giả đề xuất khái niệm Tiền điện tử pháp định là một loại tiền tệ và là công cụ thanh toán điện tử.

Đề xuất các định nghĩa làm cơ sở cho xây dựng các văn bản quy phạm pháp luật, cụ thể như sau:

Electronic money - Tiền điện tử pháp định - dùng để chỉ các loại tiền tệ được các quốc gia, tổ chức phát hành tiền thông thường phát hành nhưng chỉ tồn tại dưới hình thức điện tử mà không tồn tại dưới dạng vật lý. Như vậy, với định nghĩa này, tiền Điện tử VNĐ sẽ là tiền nội tệ, các loại tiền điện tử pháp định khác sẽ là ngoại tệ.

Virtual currency - Tiền ảo - Được tạo ra với mục đích chủ yếu để chỉ thanh toán mua bán dịch vụ và hàng hóa trong thế giới ảo cụ thể của một tổ chức cụ thể (Trong một games nào đó...). Các quy phạm pháp luật về tiền ảo trong games sẽ giữ nguyên giá trị điều chỉnh.

Cryptographic currency - Tiền mã hóa - dùng để chỉ các loại tiền không do các quốc gia, tổ chức phát hành tiền thông thường phát hành, được tạo ra trên nền tảng mã hóa (cryptographic) nhằm bảo đảm tính xác thực của giao dịch với các đồng tiền này. Ví dụ: Bitcoin...

## Đề xuất về pháp luật

Căn cứ trên các đề xuất về các định nghĩa theo những quan điểm mới nhất của thế giới, các văn bản quy phạm pháp luật sẽ ban hành cũng cần bám sát và có những điều chỉnh cụ thể theo những định nghĩa để có thể dễ dàng thực hiện. Hiện nay, các văn bản quy phạm pháp luật ở Việt Nam đang gộp chung tất cả là tiền ảo. Các đề xuất cụ thể như sau:

### *Đề xuất đối với tiền mã hóa (Cryptographic currency):*

Đối với tiền mã hóa như Bitcoin, Pi... và hàng triệu các đồng tiền mã hóa khác, quan điểm của phần lớn các quốc gia trên thế giới trong đó có nhiều quốc gia lớn như Mỹ, Trung Quốc và ngay cả Liên minh châu Âu cũng không thừa nhận nó là một phương tiện thanh toán hay nói cách khác không thừa nhận nó là một loại tiền tệ hay tài sản. Cụ thể hơn, Cục Phòng chống tội phạm tài chính Mỹ (Fin CEN) cho rằng nó là một khoản tín dụng, không có giá trị nội tại, ECB thì cho rằng nó là một loại hình đầu tư có độ rủi ro cao và chính phủ không can thiệp hay hỗ trợ khi có sự cố. Còn ở Nhật Bản thì coi nó là tiền ảo loại II có thể trao đổi khác với tiền ảo loại I là loại tiền ảo được nhà nước thừa nhận.<sup>13</sup> Đối chiếu với các quy định về Pháp luật Dân sự (không phải tài sản), pháp luật về Giao dịch điện tử, Tài chính – Ngân hàng (không là tiền, không là ngoại hối, không là phương tiện thanh toán, giao dịch), quy định pháp luật về hành chính, hình sự và chế tài (khi sử dụng trái các quy định trên). Tuy nhiên, pháp luật Việt Nam hiện nay không cấm sở hữu, cho tặng hay tìm kiếm (đào - mining - để sở hữu). Như vậy, các quy định này là tương đối đầy đủ tạm thời có thể tiếp tục sử dụng.

Điều bất cập là định nghĩa trong hệ thống pháp luật đang gộp chung tất cả các loại hình đều là tiền ảo, về vấn đề này hy vọng sẽ được hoàn thiện và giải quyết khi có các kết quả nghiên cứu của các bộ, ngành theo Quyết định số 1255/QĐTTg ngày 21/8/2017 về phê duyệt Đề án Hoàn thiện khung pháp lý để quản lý, xử lý đối với các loại tài sản ảo, tiền điện tử, tiền ảo. Tuy nhiên đã quá thời hạn hơn một năm nhưng vẫn chưa công bố các kết quả nghiên cứu này cũng như hầu như chưa có các văn bản quy phạm pháp luật được trình từ các kết quả nghiên cứu này. Do đó, tác giả đề xuất các quy phạm pháp luật cụ thể đề xuất bổ sung đối với tiền mã hóa như sau:

Thứ nhất, bổ sung quy phạm pháp luật trong Luật Thương mại, Luật Thuế thu nhập cá nhân; Luật Thuế giá trị gia tăng; Luật Thuế thu nhập doanh nghiệp theo hướng cấm sử dụng tiền mã hóa trong các giao dịch hàng hóa, dịch vụ...

---

<sup>13</sup> Truy cập <https://www.tapchitoaan.vn/bai-viet/xay-dung-phat-luat/hoan-thien-khung-phap-ly-ve-tien-ao-trong-thoi-dai-cong-nghiep-4-0> (Hoàn thiện khung pháp lý về tiền ảo trong thời đại công nghiệp 4.0, Đoàn Thị Ngọc Hải)

Thứ hai, bổ sung quy phạm pháp luật trong Luật Doanh nghiệp, Luật Đầu tư hoặc các văn bản hướng dẫn khi trong các quy phạm pháp luật của hai luật này chưa có quy phạm về đầu tư hay kinh doanh tiền mã hóa. Điều 33 Hiến pháp năm 2013 quy định: “Mọi người có quyền tự do kinh doanh trong những ngành nghề mà pháp luật không cấm”. Luật Doanh nghiệp 2020 cũng đã cụ thể hóa vấn đề này. Tuy nhiên theo các phân tích, tiền mã hóa tiềm ẩn nhiều rủi ro cũng như nhiều hành vi không thể kiểm soát nên không nên hợp pháp hóa nó ở Việt Nam. Cụ thể hơn, đó là xây dựng các quy phạm pháp luật cấm đầu tư, góp vốn, kinh doanh... tiền mã hóa.

Thứ ba, bổ sung quy phạm pháp luật trong Bộ luật Hình sự, Luật Phòng, chống rửa tiền, Luật Giao dịch điện tử, Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam... về tiến hành điều tra khi có dấu hiệu chuyển tiền lớn nhưng không rõ mục đích, lý do. Có thể đó là hành vi chuyển tiền tệ thành tiền mã hóa.

Thứ tư, bổ sung quy định chế tài của pháp luật khi phát hành, cung ứng, sử dụng tiền mã hóa ở Việt Nam.

#### *Đề xuất đối với tiền ảo, tài sản ảo (Virtual currency)*

Căn cứ phân tích ở mục 3.4, các quy phạm pháp luật về vấn đề này tương đối rõ ràng và đầy đủ, chỉ khác về tên gọi, định nghĩa và đề xuất sẽ hoàn thiện sau khi các nghiên cứu cụ thể theo quyết định số 1255/QĐTTg ngày 21/8/2017 về phê duyệt Đề án Hoàn thiện khung pháp lý để quản lý, xử lý đối với các loại tài sản ảo, tiền điện tử, tiền ảo hoàn thành.

#### *Đề xuất đối với tiền điện tử pháp định (Electronic money):*

Căn cứ những so sánh và phân tích, tiền điện tử pháp định do ngân hàng trung ương của quốc gia hay khu vực phát hành, có đầy đủ các đặc điểm và tính chất của tiền giấy/tiền polymer/tiền xu thông thường và có nhiều tiện ích vượt trội, do đó, đây là hình thức tiền tệ cần phát triển trong tương lai. Căn cứ vào những thử nghiệm gần đây cũng như những văn bản lấy ý kiến người dân về chỉnh sửa các luật liên quan của Trung Quốc, việc thừa nhận đồng tiền điện tử pháp định (e-CNY) chỉ là vấn đề thời gian.

Căn cứ vào pháp luật về ngoại hối, nếu đồng tiền điện tử pháp định của một quốc gia hay khu vực được nhà nước, chính quyền công nhận và sử dụng rộng rãi sẽ trở thành ngoại tệ của Việt Nam. Trong trường hợp đó, các giao dịch liên quan đến tiền điện tử pháp định đó trên lãnh thổ Việt Nam với tư cách là tiền pháp định của một quốc gia/khu vực khác sẽ phải tuân thủ các quy định của Pháp lệnh Ngoại hối năm 2005, sửa đổi, bổ sung năm 2013. Như vậy, trong tương lai gần, hệ thống luật pháp Việt Nam cần sớm nghiên cứu và ban hành các quy phạm pháp luật điều chỉnh hành vi này, các đề xuất cụ thể như sau:



Một là, đối với đồng tiền điện tử pháp định do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam phát hành với những đặc tính tương đương các đồng tiền điện tử pháp định khác đang thử nghiệm (e-EURO, e-CNY...), rất cần nghiên cứu và sớm đề ra khung pháp lý cho vấn đề này. Khi được thừa nhận là tiền tệ, nó sẽ đương nhiên trở thành tài sản trong pháp luật dân sự và phù hợp với hệ thống pháp luật Việt Nam như đã nghiên cứu ở trên.

Hai là, việc thừa nhận đồng tiền điện tử pháp định do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam phát hành là tiền và rất cần nghiên cứu và sớm đề ra khung pháp lý cho vấn đề này vì các lý do cấp bách sau đây: Thứ nhất, là cơ sở cho việc nghiên cứu và phát hành đồng tiền điện tử do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam phát hành. Thứ hai, là cơ sở cho việc quy định tổ chức và người dân Việt Nam trong việc sở hữu ngoại tệ dưới dạng đồng tiền điện tử. Tổ chức nào, người dân nào được phép tạo ví để chứa ngoại tệ dưới dạng đồng tiền điện tử, các quy định về giao dịch... Thứ ba, quy định của pháp luật Việt Nam với ngân hàng trung ương phát hành đồng tiền điện tử trong việc truy vết giao dịch, thanh toán.

#### *Đề xuất về sự cần thiết phát hành e-VND:*

Việc chính phủ Trung Quốc ban hành các quy phạm pháp luật thừa nhận đồng tiền điện tử pháp định (e-CNY) hay Liên minh Châu Âu thừa nhận đồng tiền điện tử pháp định (e-EURO) chỉ là vấn đề thời gian gần. Các vấn đề về kỹ thuật, pháp lý, tính chất và lợi ích trong việc nghiên cứu để phát hành đồng tiền điện tử pháp định (e-VND) cũng đang trong giai đoạn chín muồi. Cụ thể:

Về kỹ thuật, kỹ thuật Blockchain xây dựng trên nền mã nguồn mở, đã được chứng thực qua quãng thời gian dài và qua một số lượng khổng lồ (hơn một triệu) đồng tiền mã hóa đã phát hành đã chứng minh tính ổn định và đảm bảo của kỹ thuật Blockchain. Do đó, đồng tiền điện tử pháp định hoàn toàn có thể sử dụng công nghệ Blockchain để phát triển.

Về pháp lý và tính chất của đồng tiền điện tử pháp định do các quốc gia, khu vực đã nghiên cứu và thử nghiệm bước đầu đã có những thành công, ta có nhiều cơ hội để kế thừa.

Về lợi ích, rất nhiều lợi ích đã được nêu trong nghiên cứu.

Các vấn đề về mong muốn toàn cầu hóa các đồng tiền điện tử pháp định trong quá trình thử nghiệm vẫn luôn được đặt ra (Wang Xin, 2021), vì sự tiện lợi trong thanh toán của nó. Nếu chúng ta không khẩn trương có đối trọng với các đồng tiền điện tử pháp định trong khu vực thì chúng ta có thể bị lấn lướt trong thanh toán ở khu vực biên giới.

Như vậy, thông qua nghiên cứu này, tôi đề xuất khẩn trương nghiên cứu và phát hành đồng tiền điện tử pháp định do ngân hàng Nhà nước Việt Nam phát hành e-VND. Trên cơ sở đó làm tiền đề cho việc nghiên cứu và phát triển đồng tiền điện tử pháp định chung cho khu vực ASEAN.

## Tài liệu tham khảo

- Ủy ban Thường vụ Quốc hội (2005), “Pháp lệnh Ngoại hối”, Pháp lệnh số 28/2005/PL-UBTVQH11.
- Ủy ban Thường vụ Quốc hội (2013), “Sửa đổi, bổ sung một số điều của Pháp lệnh Ngoại hối”, Pháp lệnh số 06/2013/UBTVQH13.
- Thủ tướng Chính phủ (2017), “Đề án Hoàn thiện khung pháp lý để quản lý, xử lý đối với các loại tài sản ảo, tiền điện tử, tiền ảo”, Quyết định số 1255/QĐTTg.
- Thủ tướng Chính phủ (2017), “Đề án Hoàn thiện khung pháp lý để quản lý, xử lý đối với các loại tài sản ảo, tiền điện tử, tiền ảo”, Quyết định số 1255/QĐTTg.
- Thủ tướng Chính phủ (2017), “Giao Bộ Tài chính nghiên cứu, đề xuất xử lý vấn đề về thuế sau khi có các quy định cụ thể của pháp luật về tài sản ảo, tiền ảo”, Quyết định số 1255/QĐ - TTg.
- Thủ tướng Chính phủ (2018), “Tăng cường quản lý các hoạt động liên quan tới Bitcoin và các loại tiền ảo trong tự khác”, Chỉ thị số 10/CT - TTg.
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2018), “Các biện pháp tăng cường kiểm soát các giao dịch, hoạt động liên quan đến tiền ảo”, Chỉ thị số 02/CT - NHNN.
- Chính phủ (2013), “Nghị định về thương mại điện tử”, Nghị định số 52/2013/NĐ - CP.
- Chính phủ (2015), “Bộ luật Dân sự”, Bộ luật số 91/2015/QH13.
- Chính phủ (2018), “Nghị định sửa đổi một số nghị định liên quan đến điều kiện đầu tư kinh doanh thuộc phạm vi quản lý nhà nước”, Nghị định số 08/2018/NĐ - CP.
- Nguyễn Minh Oanh, Viện Khoa học pháp lý, Bộ Tư pháp (2018), “Các khía cạnh pháp lý của tiền ảo: thực tiễn các nước và một số kinh nghiệm cho Việt Nam”, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp Bộ.
- Đoàn Thị Ngọc Hải (2019), “Hoàn thiện khung pháp lý về tiền ảo trong thời đại công nghiệp 4.0”, Tạp chí Tòa án.
- Eurosystem (Feb,2020), “Electronic money”, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)
- Eurosystem (May,2020), “A digital euro”, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)
- Eurosystem (Oct,2020), “Report on a digital euro”, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)
- Eurosystem (Oct,2020), “FAQs on the digital euro”, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)
- Zhang Ling, công ty luật Han (29/11/2020), “Giải thích các vấn đề pháp lý liên quan đến đồng nhân dân tệ điện tử”, [www.jinse.com](http://www.jinse.com).
- Zhang Chunxin, Phó Hiệu trưởng phụ trách Đào tạo, trường Tài chính Quốc tế Fanghai thuộc đại học Phúc Đán (11/07/2020), “Đồng tiền Nhân dân tệ điện tử của ngân hàng Trung ương thay đổi nền kinh tế Trung Quốc như thế nào?”, [www.fudan.edu.cn](http://www.fudan.edu.cn).
- Fan Yifei, Phó thống đốc ngân hàng trung ương Cộng hòa Nhân dân Trung Hoa (17/9/2020), “Phân tích ý nghĩa chính sách của việc định vị đồng nhân dân tệ điện tử”, [www.xueqiu.com](http://www.xueqiu.com).
- Wang Xin, Giám đốc Văn phòng Nghiên cứu của ngân hàng trung ương Cộng hòa Nhân dân Trung Hoa (01/4/2021), “Các thử nghiệm của Nhân dân tệ điện tử đã triển khai rộng rãi và các việc thanh toán xuyên biên giới dự kiến sẽ phát triển”, [www.finance.ifeng.com](http://www.finance.ifeng.com).
- Thông tin từ các trang web tin tức: [www.thanhnien.vn](http://www.thanhnien.vn); [www.new.qq.com](http://www.new.qq.com).

## TRÍ TUỆ NHÂN TẠO VÀ LĨNH VỰC TÀI CHÍNH: CƠ HỘI VÀ THÁCH THỨC

Lê Hà Diễm Chi\*

### Tóm tắt

Trí tuệ nhân tạo (Artificial Intelligence - AI) là những máy móc thông minh có những khả năng của trí tuệ và trí thông minh của con người. AI đã có bước đi bứt phá từ khi có kỹ thuật học máy (Machine Learning) và học sâu (Deep Learning). Sự phát triển của AI đã làm thay đổi nhiều lĩnh vực, trong đó có lĩnh vực tài chính. Tác động của AI đến lĩnh vực tài chính qua phân tích thực trạng cho thấy nhiều dấu hiệu tích cực như giảm thời gian lao động, đưa ra dự đoán nhanh và chính xác, giảm sai sót từ nguyên nhân cảm xúc của con người, phát hiện gian lận và phòng chống rửa tiền hiệu quả hơn... Tuy nhiên, AI cũng mang lại cho các ngành trong lĩnh vực tài chính những thử thách như những sự cố chớp nhoáng do các giao dịch thuật toán với tần số cao HFT (High-Frequency Trading), mối đe dọa cho các dịch vụ tư vấn truyền thống, dư thừa lao động.

**Từ khóa:** Trí tuệ nhân tạo, kỹ thuật máy học.

### 1. Giới thiệu

Năm 1955, John McCarthy là người đầu tiên đưa cụm từ “trí tuệ nhân tạo” (Artificial Intelligence - AI) tại Hội nghị The Dartmouth. Trong nhiều thập kỷ sau đó, AI không ngừng phát triển, cho đến thế kỷ 21, AI thật sự bùng nổ và phát triển mạnh mẽ trong nhiều lĩnh vực, cụ thể như y khoa, giáo dục, tài chính ngân hàng... Riêng với ngành tài chính có thể nói AI đã tạo ra một loạt đột phá trong ngành này. AI có nền tảng là khoa học máy tính, ngôn ngữ học, tâm lý học, toán học và triết học. Vì thế, có nhiều giả thuyết cho rằng AI trong tương lai dù chỉ thay thế một phần công việc của con người, nhưng hiệu suất tạo ra có thể vượt ngưỡng của con người.

Bài viết sẽ giới thiệu những thay đổi trong lĩnh vực tài chính dưới tác động của AI, cụ thể trong dịch vụ bảo hiểm, các hoạt động sử dụng thuật toán, hoạt động phát hiện

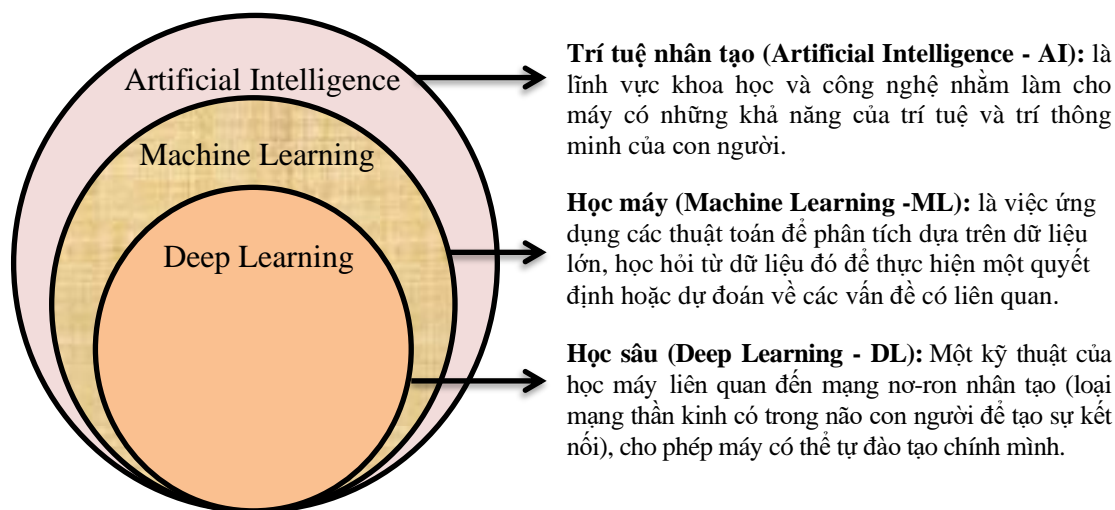
\* Trường Đại học Ngân hàng TP. HCM | Email liên hệ: [chilhd@buh.edu.vn](mailto:chilhd@buh.edu.vn)

gian lận và rửa tiền, tính điểm tín dụng khách hàng của các ngân hàng. Bài viết cũng sẽ cung cấp một số sản phẩm AI đang được các tổ chức tài chính ứng dụng và được đánh giá là mang lại hiệu quả vượt trội. Qua thực tế ứng dụng AI, nhiều chuyên gia tài chính nhận định hiệu quả AI mang lại rất tích cực, nhưng điều quan trọng là phải xem xét tác động của sự phát triển này đối với sự ổn định tài chính và của toàn xã hội. Nghĩa là, AI mang lại cho lĩnh vực tài chính những cơ hội lẫn nhiều thách thức.

## 2. AI

AI tức là sự thông minh của máy móc (Machine Intelligence) do con người tạo ra, nó là sản phẩm của khoa học và công nghệ nhằm làm cho máy có những khả năng của trí tuệ và trí thông minh của con người (McCarthy, 1998). Máy có trí tuệ và trí thông minh của con người được tiêu biểu như biết suy nghĩ và lập luận để giải quyết vấn đề, biết giao tiếp do hiểu ngôn ngữ và tiếng nói, biết học và tự thích nghi. AI ra đời dẫn đến sự phát triển của khái niệm học máy (Machine Learning) và kế tiếp là học sâu (Deep Learning). Ba khái niệm này được mô tả như hình 1: AI là vòng tròn lớn nhất, tiếp đến là vòng tròn Machine Learning và cuối cùng là vòng tròn nhỏ nhất Deep Learning. Deep Learning là kỹ thuật đang thúc đẩy sự bùng phát mạnh mẽ của AI trong nhiều lĩnh vực như hiện nay.

**Hình 1: Vòng tròn AI – ML - DL**



*Nguồn: Goodfellow và cộng sự (2016)*

### **3. Lĩnh vực tài chính trong việc ứng dụng AI**

Trong báo cáo năm 2018 của Citibank về “Trương lai của ngành ngân hàng”<sup>(2)</sup>, Citibank đã nhận định rằng lĩnh vực tài chính là lĩnh vực đầu tư nhiều nhất cho hoạt động AI và đang có tốc độ tăng trưởng rất nhanh. Hiện nay các quỹ đầu cơ và các công ty giao dịch tần suất cao (High-Frequency Trading – HFT) là những đối tượng chính sử dụng AI, bên cạnh các ngành khác như ngân hàng, fintech, bảo hiểm. AI trong tài chính được biết hiện nay là các giao dịch theo thuật toán, robot tư vấn, trợ lý khách hàng ảo (virtual customer assistants), phân tích tác động thị trường, xây dựng mô hình danh mục đầu tư hiệu quả,... Theo báo cáo của International Data Corporation, các công ty tài chính sẽ chi 11 triệu USD để hoạt động với AI và Machine Learning vào năm 2020<sup>(3)</sup>. Theo ước tính của Pricewaterhouse Coopers, nếu áp dụng AI, các doanh nghiệp này sẽ thu được lợi nhuận vượt trội từ khoản đầu tư của họ. Một số AI sau đây đang làm thay đổi mạnh mẽ lĩnh vực tài chính.

#### **3.1. Giao dịch thuật toán (Algorithmic Trading - AT)**

Giao dịch thuật toán đã trở thành một công cụ AI thống trị thị trường tài chính toàn cầu. Giao dịch thuật toán còn được xem là hệ thống giao dịch tự động (Automated Trading Systems). Wellman và Rajan (2017) cho khái niệm rằng giao dịch thuật toán là việc tích hợp các quy tắc giao dịch vào trong một chương trình và sử dụng chương trình này trong các giao dịch đó trên thị trường. Giao dịch thuật toán áp dụng kỹ thuật Machine Learning trên dữ liệu lớn và đưa ra các quyết định giao dịch cực kỳ nhanh chóng. Brummer và Yadav (2017) ước tính giao dịch thuật toán tạo ra 50-70% giao dịch trên thị trường chứng khoán, 60% giao dịch hợp đồng tương lai và 50% giao dịch tín phiếu kho bạc.

Các hệ thống thuật toán thường thực hiện hàng nghìn hoặc hàng triệu giao dịch mỗi ngày. Do đó, nó đặc biệt thích hợp với các giao dịch tần suất cao. Những thuật toán phức tạp sẽ được sử dụng để phân tích nhiều thị trường một lúc và lệnh sẽ được thực hiện dựa theo điều kiện thị trường trong vòng chưa đầy một giây.

#### **3.2. Tự động hóa qui trình bằng robot (Robotic Process Automation- RPA)**

Theo nghiên cứu của Hall (2017), AI có thể cắt giảm dần số lượng các nhân viên đại lý bảo hiểm và môi giới bảo hiểm nhân thọ, vì các công việc như phát triển danh mục đầu tư bảo hiểm nhân thọ, giám sát các chính sách, bảo lãnh phát hành có thể được quản lý bởi robot. Thực tế, Fukoku Mutual Life Insurance đã cắt giảm 34 nhân viên sau khi áp

---

<sup>(2)</sup> “Bank of the Future” <https://www.citibank.com/commercialbank/insights/assets/docs/2018/The-Bank-of-the-Future/2/>

<sup>(3)</sup> <https://www.idc.com/getdoc.jsp?containerId=prAP47128720>

dụng một chương trình AI gọi là Watson Explorer Program (IBM). Một số công ty bảo hiểm khác đã ứng dụng tự động hóa quy trình bằng robot (Robotic Process Automation-RPA), một robot phần mềm được dạy một tiến trình làm việc với nhiều bước và ứng dụng, để xử lý quy trình công việc hàng ngày, quy trình kinh doanh khối lượng lớn, chẳng hạn như tiếp nhận các biểu mẫu, gửi tin nhắn xác nhận, kiểm tra tính toàn vẹn của biểu mẫu, sắp xếp biểu mẫu vào thư mục và cập nhật bảng tính với tên biểu mẫu, ngày tạo,... RPA có công suất bằng 12 lao động con người cho cùng một công việc. Thực tế, năm 2016, Davies Group sau khi triển khai RPA đã cho thấy kết quả chỉ cần 4 nhân viên đã có thể xử lý 3.000 báo cáo khiếu nại mỗi ngày<sup>(4)</sup>. Deloitte đã triển khai 85 robot phần mềm (bot) để chạy 13 quy trình, xử lý 1,5 triệu yêu cầu mỗi năm. Khối lượng công việc do RPA xử lý tương đương hiệu suất của 200 nhân viên toàn thời gian và giúp công ty tối ưu khoảng 30% chi phí tuyển dụng thêm.<sup>(5)</sup>

### 3.3. Chấm điểm Tín dụng

Van Liebergen (2017) nhận xét rằng, theo cách truyền thống các ngân hàng chấm điểm tín dụng đều dựa trên lịch sử thanh toán với ngân hàng và dữ liệu giao dịch do các tổ chức tài chính khác cung cấp. Nhưng nếu một khách hàng có năng lực tài chính nhưng chưa phát sinh lịch sử tín dụng thì việc áp dụng cách tính điểm tín dụng truyền thống sẽ không thực hiện được. Và như vậy, ngân hàng có thể đã bỏ qua một khách hàng tiềm năng tốt. Sự phát triển của AI đã dẫn đến một sự thay đổi trong cách chấm điểm tín dụng khách hàng của các tổ chức tín dụng. Việc áp dụng các thuật toán học máy và các nguồn dữ liệu thay thế sẽ cho phép các tổ chức tín dụng đưa ra các quyết định tín dụng không thể thực hiện được trước đây. AI chấm điểm tín dụng dựa trên sự kết hợp giữa dữ liệu cấu trúc (structured data) chẳng hạn như tổng thu nhập, lịch sử tín dụng, lịch sử thanh toán, kinh nghiệm làm việc... và cả dữ liệu phi cấu trúc (unstructured data) như tình hình tài chính hiện tại, trình độ giáo dục, khả năng tuyển dụng trong tương lai, thu nhập dự kiến... Về bản chất, cho điểm thể hiện một mô hình toán học sử dụng phương pháp thống kê, phân tích dựa trên một lượng lớn thông tin đa dạng theo thời gian, từ đó đưa ra đánh giá về mức độ sẵn sàng chi trả và hành vi tiêu dùng. Do đó, tính điểm tín dụng bằng cách sử dụng AI cho kết quả điểm tín dụng chính xác, nhanh chóng, đa chiều hơn kỹ thuật cho điểm tín dụng truyền thống. Với AI chấm điểm tín dụng những người có tiềm năng thu nhập, chưa có lịch sử giao dịch vẫn có khả năng tiếp cận vốn tín dụng của các ngân hàng, còn ngân hàng thì có cơ hội gia tăng lượng khách hàng tốt.

---

<sup>(4)</sup> Chan và cộng sự 2017

<sup>(5)</sup> <https://www.cio.com/article/3236451/what-is-rpa-robotic-process-automation-explained.html>

### 3.4. Phát hiện gian lận hoặc các bất thường

AI trong việc phát hiện gian lận, các bất thường trong các loại thẻ thanh toán và thẻ tín dụng. Các sản phẩm AI này sử dụng các thuật toán để xác định các vị trí mua hàng bình thường và bất thường của khách hàng, phân tích hành vi mua sắm của khách hàng, phạm vi giá thông thường và thời gian mua sắm của khách hàng. Các thuật toán này giúp xác định nhanh chóng các hành vi lạ và khóa tài khoản cho đến khi khách hàng cung cấp thông tin làm rõ.

### 3.5. Chống rửa tiền và gian lận

Các công cụ AI trong quản lý chống rửa tiền và phát hiện chống gian lận được các ngân hàng sử dụng nhiều nhất trong thời gian gần đây. Phương pháp truyền thống trong phòng chống rửa tiền và gian lận là dự đoán các hình thức rửa tiền có thể xảy ra, xác định những rủi ro mà ngân hàng phải đối mặt. Sau khi hoàn thành quá trình đánh giá và lập hồ sơ rủi ro, các ngân hàng đệ trình các kịch bản rủi ro có thể xảy ra cho các cơ quan quản lý để phê duyệt, sau đó bắt đầu áp dụng các quy trình phòng chống rửa tiền. Phương pháp truyền thống này tốn kém do phải xây dựng nhiều kịch bản rủi ro. Tadapaneni (2020) trong nghiên cứu của mình đề xuất rằng các ngân hàng có thể sử dụng công cụ AI trong nhận dạng mẫu và kỹ thuật Machine Learning trên dữ liệu lớn. Các AI này sử dụng dữ liệu từ các lịch sử giao dịch, thông tin khách hàng trong hệ thống ngân hàng của mình, kết hợp với Blockchain<sup>(6)</sup>, các ngân hàng có thể vừa bảo vệ khách hàng của họ đồng thời đóng góp tăng cường dự báo hành vi rửa tiền và gian lận trong ngành.

### 3.6. Khai thác văn bản

Một ứng dụng khác của AI trong tài chính là khai thác văn bản, phân tích cú pháp (ngữ nghĩa) và tin tức. Trong nhiệm vụ khai thác văn bản, AI thực hiện việc đọc và phân tích các văn bản như tin tức, báo cáo và nội dung hoặc các hoạt động trên mạng xã hội, rồi đưa ra các mức giá, những dự báo, đánh giá xu hướng thị trường, thậm chí dự đoán cả những thay đổi về thể chế chính trị và mô phỏng kết quả. Theo Zavadskaya (2017), ứng dụng này sẽ là mối lo lắng của các dịch vụ tư vấn về đầu tư hiện nay, vì các máy AI sẽ đọc tất cả các tin tức và thông tin có liên quan trong vài giây, trong khi đó con người cần vài giờ cho nhiệm vụ này.

---

<sup>(6)</sup> Trao đổi dữ liệu với các ngân hàng khác mà vẫn đảm bảo thông tin riêng tư của khách hàng mình (Tadapaneni, 2019).

#### 4. Một số sản phẩm AI trong lĩnh vực tài chính hiện nay

Danh sách những công ty AI hàng đầu trong năm 2020 được đăng tải bởi tạp chí Capital Markets CIO Outlook<sup>(7)</sup> đã nêu một số sản phẩm AI hiện hỗ trợ cho các hoạt động giao dịch thuật toán, chấm điểm tín dụng, chống gian lận, khai thác văn bản, RPA của những công ty AI hàng đầu. Các sản phẩm AI đang được cung cấp trên thị trường là một bằng chứng mạnh mẽ cho thấy sự tác động của AI đến lĩnh vực tài chính.

Mosaic, sản phẩm của European Space Agency<sup>(8)</sup>, một sản phẩm AI sử dụng giao dịch thuật toán với khả năng phân tích hàng triệu điểm dữ liệu giao dịch tài chính trong vài giây, đã được Samsung và ngân hàng Deutsche ứng dụng trong hoạt động dự báo tài chính, chống gian lận và được đánh giá là mang lại hiệu quả rất tuyệt vời.

Zest Finance<sup>(9)</sup> công bố đã tạo ra giải pháp chấm điểm tín dụng dựa trên AI lớn nhất trong ngành dịch vụ tài chính. Phần mềm dựa trên kỹ thuật Machine Learning có thể phân tích, suy luận để đưa các quyết định cho vay chính xác hơn, giảm tỷ lệ nợ xấu, giảm rủi ro cho các danh mục đầu tư, giúp ngân hàng giảm chi phí hoạt động và gia tăng lợi nhuận.

LendingKart<sup>(10)</sup> là một công ty khởi nghiệp công nghệ tiên tiến trong lĩnh vực cho vay kinh doanh, cho vay các doanh nghiệp nhỏ và vừa, cho vay hỗ trợ lao động nữ, tư vấn quản trị vốn lưu động, đã phát triển các công cụ công nghệ AI dựa trên phân tích dữ liệu lớn, tạo điều kiện cho người cho vay đánh giá mức độ tín dụng của người đi vay, từ đó cung cấp các dịch vụ liên quan.

Kensho<sup>(11)</sup> là một sản phẩm AI khai thác dữ liệu văn bản. Kensho sử dụng hệ thống NLP có khả năng đọc các câu hỏi đã đăng và kiểm tra thông tin thích hợp để đưa ra câu trả lời hoặc khuyến nghị nhanh chóng. Thuật toán có thể nhận ra mối tương quan giữa giá cổ phiếu và các sự kiện cụ thể và đề xuất các quyết định đầu tư mà nhà đầu tư thường bỏ qua trong các phân tích của họ. Kensho và các sản phẩm tương tự có thể đưa ra các khuyến nghị cho khách chỉ trong vòng vài phút, trong khi các chuyên gia tư vấn phải mất 40 giờ để đưa ra các khuyến nghị này.

Data miner<sup>(12)</sup> đã triển khai một thuật toán quét qua các bài đăng trên các kênh truyền thông xã hội như Twitter, Intergram, Facebook... để xác định các mục tin tức

(7) <https://medium.com/@CFOTechoutlook/top-artificial-intelligence-companies-for-finance-2020>

(8) [https://www.esa.int/ESA\\_Multimedia/Images/2018/04/Cloud-free\\_Europe](https://www.esa.int/ESA_Multimedia/Images/2018/04/Cloud-free_Europe)

(9) <https://www.zest.ai/product>

(10) <https://www.lendingkart.com/>

(11) <https://www.kensho.com/>

(12) <https://www.data-miner.com/>



thịnh hành và chuyển tiếp các cảnh báo về khả năng xảy ra đến các nhà đầu tư, trước khi tin tức trở nên rộng rãi.

AlphaSense<sup>(13)</sup> là một công ty khác áp dụng AI dữ liệu văn bản. AlphaSense phát triển một công cụ tìm kiếm phục vụ các chuyên gia tài chính. Quá trình tìm kiếm liên quan đến việc sử dụng xử lý ngôn ngữ tự nhiên (NLP)<sup>(14)</sup> để xác định thông tin phù hợp nhất. Các thuật toán của AlphaSense có đặc điểm nổi bật là tự học, nó học hỏi từ những lỗi của chính mình và tinh chỉnh cho những tìm kiếm tiếp theo, từ đó ngày càng tăng hiệu quả của việc tìm kiếm. Với khả năng này, AlphaSense hỗ trợ nhà đầu tư tìm kiếm thông tin mong muốn trong một khoảng thời gian ngắn hơn gấp nhiều lần so với các công cụ tìm kiếm khác.

Niki.ai<sup>(15)</sup> cung cấp một chatbot mua hàng thông minh bằng cách tận dụng khả năng NLP và Machine Learning để trò chuyện với khách hàng và thực hiện các giao dịch trực tuyến. Chatbot sẽ hiểu văn bản lời nói tự nhiên trong ngữ cảnh của khách hàng và sẽ đưa ra các đề xuất được cá nhân hóa. Giải pháp sẽ cung cấp cho các ngân hàng cơ hội thực hiện các cuộc trò chuyện thông minh tự động 2 chiều với khách hàng.

---

<sup>(13)</sup> <https://www.alphasense.com/>

<sup>(14)</sup> Ngôn ngữ tự nhiên (natural language), tức thứ ngôn ngữ con người sử dụng hàng ngày, khác với các ngôn ngữ lập trình (programming language) hay ngôn ngữ máy (computer language) bậc thấp. Xử lý ngôn ngữ tự nhiên (natural language processing -NLP), một nhánh nghiên cứu của trí tuệ nhân tạo, trong đó phát triển các thuật toán, xây dựng các chương trình máy tính có khả năng phân tích, xử lý, và hiểu ngôn ngữ của con người. (<https://digital.fpt.com.vn/xu-ly-ngon-ngu-tu-nhien-cong-nghe-giup-may-tinh-hieu-va-giao-tiep-voi-con-nguoi/>)

<sup>(15)</sup> <https://niki.ai/careers>

## Hình 2: Một số sản phẩm AI trong lĩnh vực tài chính

**Mosaic**, sản phẩm của European Space Agency, sử dụng giao dịch thuật toán để phát hiện gian lận đã được sử dụng ở Samsung và Deutsche Bank, được nhận định là hiệu quả tuyệt vời.

**Zest Finance** cung cấp các AI giải pháp chấm điểm tín dụng dựa trên kỹ thuật ML có thể phân tích, suy luận để đưa các quyết định cho vay chính xác hơn, giảm tỷ lệ nợ xấu, giảm rủi ro

**LendingKart** công nghệ AI dựa trên phân tích dữ liệu lớn, tạo điều kiện cho người cho vay đánh giá mức độ tín dụng của người đi vay từ đó cung cấp các dịch vụ liên quan

**Kensho Data** phát triển AI khai thác có thể đưa ra các khuyến nghị cho nhà đầu tư chỉ trong vòng vài phút, việc mà con người cần ít nhất 40 giờ để thực hiện

**Data miner** đã triển khai một thuật toán quét qua các bài đăng trên các kênh truyền thông xã hội để xác định các mục tin tức thịnh hành và chuyển tiếp các cảnh báo về khả năng xảy ra đến các nhà đầu tư.

**AlphaSense** phần mềm tìm kiếm thông tin sử dụng phương pháp NLP, hỗ trợ nhà đầu tư tìm kiếm thông tin mong muốn trong khoảng thời gian ngắn hơn gấp nhiều lần so với các công cụ tìm kiếm khác.

**Niki.AI** cung cấp một chatbot mua hàng thông minh bằng cách tận dụng khả năng NLP và ML để trò chuyện với khách hàng và thực hiện các giao dịch trực tuyến

**DataRobot** cung cấp sản phẩm AI giúp các công ty tài chính phát hiện các gian lận thẻ tín dụng, các giao dịch bất hợp pháp, ... dựa trên sức mạnh của kỹ thuật Machine Learning.

*Nguồn: thu thập của tác giả*

## 5. Cơ hội và thách thức của AI đối với ngành tài chính

Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Các phần mềm sử dụng giao dịch thuật toán được các tổ chức kinh doanh chứng khoán chuyên nghiệp (công ty chứng khoán; quỹ đầu tư) sử dụng để gia tăng quy mô giao dịch, giảm độ trễ trong thực hiện lệnh, giao dịch nhanh chóng, từ đó giảm đáng kể chi phí giao dịch</li> <li>▪ Giao dịch thuật toán có khả năng giảm số lỗi do nguyên nhân cảm xúc và tâm lý của con người; tự động khảo sát điều kiện nhiều thị trường một cách đồng thời, nhanh chóng, tăng cường độ chính xác của các quyết định kịp thời và ít sai lầm.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cần xây dựng khung pháp lý thể chế pháp lý cho giao dịch thuật toán, nhằm ngăn ngừa các hành vi thao túng, đảm bảo an toàn, công khai và minh bạch cho thị trường. Tadapaneni (2020) lưu ý rằng giao dịch thuật toán phải hoạt động dưới sự giám sát ở mức độ cao của chính phủ vì chúng có thể gây ra sự cố chớp nhoáng, gây nên tâm lý hoảng loạn khó kiểm soát của các nhà đầu tư, tương tự như những gì đã trải qua trong và sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sử dụng AI trong đánh điểm tín dụng giúp tăng số lượng khách hàng và lợi nhuận. Khách hàng có nhu cầu tín dụng có nhiều cơ hội hơn trong việc tiếp cận với các sản phẩm tín dụng tốt.</li> <li>▪ Sử dụng kỹ thuật ML trên dữ liệu cấu trúc và dữ liệu phi cấu trúc của khách hàng, để phân tích và dự đoán, giúp ngân hàng ra quyết định tín dụng nhanh chóng, linh hoạt và minh bạch, giảm thiểu sai lầm trong việc chấm điểm tín dụng.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ứng dụng AI trong lĩnh vực tài chính ngân hàng sẽ làm giảm số lượng lao động trong lĩnh vực này. Theo báo cáo “Mô hình BCG về tác động của AI trong thị trường việc làm tài chính vào năm 2027”<sup>(16)</sup>, áp dụng AI trong lĩnh vực ngân hàng sẽ cắt giảm 1,04 triệu việc làm vào năm 2027, giảm 22%. Và sẽ giảm 27% giờ làm việc trong lĩnh vực tài chính vào năm 2027.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Các phần mềm ứng dụng trong ngành bảo hiểm đã giảm khá nhiều chi phí nhân viên cho các công ty bảo hiểm, đồng thời cải thiện đáng kể năng suất hiệu quả công việc được thay thế.</li> <li>▪ RPA giảm gánh nặng của các nhiệm vụ đơn giản và lặp đi lặp lại của nhân viên, công việc dễ gây nhàm chán cho nhân viên, đồng thời đặt họ trước bài toán nâng cao năng lực để không bị thay thế.</li> <li>▪ Sử dụng RPA có mức độ bảo mật cao hơn so với việc sử dụng nhân viên hoặc dịch vụ thuê ngoài, hạn chế rủi ro về rò rỉ dữ liệu.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ AI đang thực hiện vai trò truyền thống của con người. Điều này dự báo một tỷ lệ thất nghiệp sẽ gia tăng cùng với sự lớn mạnh của AI trong lĩnh vực tài chính nói riêng và toàn xã hội nói chung.</li> <li>▪ Chi phí đầu tư ban đầu cho RPA là một vấn đề doanh nghiệp cân nhắc. RPA cũng đòi hỏi doanh nghiệp đã có sẵn những quy trình nghiệp vụ rõ ràng, chuẩn mực.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ AI khai thác văn bản có thể đọc tất cả các tin tức và thông tin có liên quan trong vài giây và đưa ra các dự báo chính xác hơn.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ AI trong khai thác văn bản là mối đe dọa cho các dịch vụ tư vấn truyền thống, nơi dựa trên phân tích chủ quan của người tư vấn khá nhiều.</li> </ul>

<sup>(16)</sup> He, D., Guo, M., Zhou, J., & Guo, V. (2018). The Impact of Artificial Intelligence (AI) on the Financial Job Market. Boston Consulting Group.

## 6. Kết luận

Lĩnh vực tài chính đang trải qua một quá trình phát triển từ dần dần cho đến sự phát triển đột phá vào thế kỷ 21, do tác động mạnh mẽ của AI, kỹ thuật Machine Learning và Deep Learning. Việc áp dụng AI trong các lĩnh vực tài chính đang gia tăng với tốc độ cấp số nhân và đã tạo ra nhiều cơ hội và thách thức. Bài viết đã giới thiệu một số hình thức AI đã được áp dụng, tính hiệu quả vượt trội so với cách thực hiện truyền thống trước đây. Đồng thời, bài viết cũng đề cập song song các thách thức khi áp dụng AI. Với dự báo AI sẽ tiếp tục phát triển rất nhanh chóng, các công ty và chuyên gia trong lĩnh vực tài chính cần phải thích ứng với những thay đổi này, để đảm bảo rằng sẽ nhận được những lợi ích tốt nhất từ AI mang lại.

### Tài liệu tham khảo

- Bank of the Future: the ABCs of Digital Disruption in Finance. Citibank Report, March 2018.
- Brummer, C., & Yadav, Y. (2018). Fintech and the innovation trilemma. *Geo. LJ*, 107, 235.
- Goodfellow, I., Bengio, Y., Courville, A., & Bengio, Y. (2016). *Deep learning* (Vol. 1, No. 2). Cambridge: MIT press.
- Hall, S. (2017). How Artificial Intelligence is changing the insurance industry. *The Center for Insurance Policy & Research*, 22, 1-8.
- He, D., Guo, M., Zhou, J., & Guo, V. (2018). The Impact of Artificial Intelligence (AI) on the Financial Job Market. Boston Consulting Group.
- McCarthy, J. (1998). What is artificial intelligence?.
- Tadapaneni, N. R. (2020). Artificial Intelligence in Finance and Investments. *Artificial Intelligence*, 9(5).
- Van Liebergen, B. (2017). Machine learning: A revolution in risk management and compliance?. *Journal of Financial Transformation*, 45, 60-67.
- Wellman, M. P., & Rajan, U. (2017). Ethical issues for autonomous trading agents. *Minds and Machines*, 27(4), 609-624.
- Zavadskaya, A. (2017). Artificial Intelligence in Finance: Forecasting Stock Market Returns Using Artificial Neural Networks.
- <https://www.citibank.com/commercialbank/insights/assets/docs/2018/The-Bank-of-the-Future/2/>
- <https://www.idc.com/getdoc.jsp?containerId=prAP47128720>
- <https://www.cio.com/article/3236451/what-is-rpa-robotic-process-automation-explained.html>
- [https://www.esa.int/ESA\\_Multimedia/Images/2018/04/Cloud-free\\_Europe](https://www.esa.int/ESA_Multimedia/Images/2018/04/Cloud-free_Europe)
- <https://www.zest.ai/product>
- <https://medium.com/@CFOtechoutlook/top-artificial-intelligence-companies-for-finance-2020>

<https://www.lendingkart.com/>

<https://www.kensho.com/>

<https://www.data-miner.com/>

<https://www.alphasense.com/>

<https://niki.ai/careers>

<https://digital.fpt.com.vn/xu-ly-ngon-ngu-tu-nhien-cong-nghe-giup-may-tinh-hieu-va-giao-tiep-voi-con-nguoi/>

60.

## LỰA CHỌN HƯỚNG ĐI PHÙ HỢP CHO HOẠT ĐỘNG CHO VAY NGANG HÀNG TẠI VIỆT NAM

Phan Chung Thủy\*

Trần Phương Thảo\*

Lê Văn Lâm\*

### Tóm tắt

Cho vay ngang hàng (Peer-to-peer lending – P2P) là thuật ngữ dùng để chỉ mô hình kinh doanh mới sử dụng nền tảng công nghệ trực tuyến để kết nối các nhà đầu tư với các cá nhân hay doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn. Mặc dù chỉ mới ra đời trên thế giới vào khoảng năm 2005, nhưng sản phẩm tài chính mới này đã có những bước phát triển vượt bậc cả về tính chất, quy mô và khối lượng giao dịch. Hiện nay đã có 5 loại hình thức khác nhau của hoạt động cho vay ngang hàng. Tính đến cuối năm 2018, lượng vốn cho vay bằng hình thức này đạt khoảng 245 tỷ USD tăng đến gần 2433 % so với năm 2013 (chỉ tính riêng trong top 9 thị trường lớn nhất trên thế giới). Mặc dù đã có hơn 40 công ty triển khai mô hình cho vay ngang hàng tại Việt Nam, nhưng hoạt động cho vay ngang hàng hiện nay vẫn còn khá sơ khai. Bài viết này nhằm mục tiêu cung cấp một bức tranh tổng quan về cho vay ngang hàng trên thế giới và Việt Nam, qua đó gợi ý một số chính sách cho phát triển hoạt động này ở Việt Nam.

**Từ khóa:** Cho vay ngang hàng, mô hình kinh doanh, môi trường pháp lý, hàm ý chính sách.

### 1. Tổng quan về P2P lending

#### 1.1. Lịch sử ra đời và phát triển của cho vay ngang hàng

Sự ra đời của hoạt động cho vay ngang hàng (Peer to Peer lending) hay rộng hơn là tài chính ngang hàng (peer to peer finance) được phát triển dựa trên nền tảng “peer to peer”- một hệ thống mô tả sự tương tác giữa hai bên liên quan không cần sự tham gia của thành phần trung gian. Có thể thấy rằng thuật ngữ này bắt nguồn từ lĩnh vực mạng máy tính để mô tả về mạng lưới mà ở đó mỗi máy tính bất kỳ đều có thể vận hành như khách hàng

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [phanthuy@ueh.edu.vn](mailto:phanthuy@ueh.edu.vn)

hoặc máy chủ đối với các máy tính khác trong cùng hệ thống mạng không cần kết nối với hệ thống trung tâm. Hệ thống này được biết dưới tên gọi là mạng lưới ngang hàng (peer-to-peer network).

Dựa trên sự phát triển của hệ thống mạng internet, mạng lưới ngang hàng đã thúc đẩy sự phát triển các giao dịch giữa các khách hàng không có sự tham gia của các tổ chức trung gian ở rất nhiều lĩnh vực khác nhau. Hoạt động ban đầu có thể kể đến là hoạt động chia sẻ tài liệu giữa các cá nhân (peer-to-peer file sharing) thông qua việc cài đặt các phần mềm liên quan trên các thiết bị máy tính, sau đó có thể kết nối trực tiếp vào các máy tính khác nhau trên mạng lưới, thông qua các phần mềm này để chia sẻ các tài liệu như là hình ảnh, file nhạc, phim ảnh hoặc các trò chơi. Hình thức chia sẻ tài liệu này cũng đang được phát triển với tốc độ rất nhanh, đặc biệt trong lĩnh vực âm nhạc và phim ảnh với sự ra đời của các dịch vụ trực tuyến như Spotify hay Netflix. Sự phát triển của hoạt động chia sẻ dữ liệu ngày càng được mở rộng, thông qua các dịch vụ như Napster, Gnutella, Kazaa hoặc BitTorrent.

Trong lĩnh vực tài chính nói chung và hoạt động ngân hàng nói riêng, hoạt động cho vay ngang hàng được bắt nguồn từ hoạt động của 2 công ty: Zopa tại Anh vào năm 2005 và Prosper tại Mỹ vào năm 2006. Cả 2 công ty này triển khai dịch vụ cho vay ngang hàng, ở đó người vay và người cho vay có thể giao dịch trực tiếp với nhau thông qua thị trường trung tâm, thay vì qua các ngân hàng thương mại. Rất nhiều doanh nghiệp tương tự sau đó cũng đã ra đời nhằm cung cấp các dịch vụ tài chính thay thế khác cho với hoạt động truyền thống của ngân hàng thương mại và thị trường vốn. Cụ thể:

- Dịch vụ huy động vốn cộng đồng (crowdfunding) thông qua việc gọi vốn từ các nhà đầu tư riêng lẻ (crowd) cho các dự án với mục tiêu cụ thể,
- Dịch vụ kinh doanh ngoại hối (foreign currency platform) dựa trên nền tảng kết nối trực tiếp các cá nhân hoặc doanh nghiệp có nhu cầu giao dịch,
- Chiết khấu hóa đơn phi ngân hàng (non-bank invoice discounting) nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp nhỏ cải thiện dòng tiền trong hoạt động kinh doanh thông qua việc cho vay ứng trước từ các nhà đầu tư dựa trên việc đảm bảo bằng các hóa đơn hoặc các khoản phải thu đến hạn,
- Tiền điện tử (cryptocurrencies) như là Bitcoin hoặc Litecoin với việc hỗ trợ hoạt động thanh toán các đồng tiền kỹ thuật số này mà không cần có tổ chức phát hành trung tâm.

Có thể thấy rằng với lợi thế về giảm thiểu các chi phí liên quan so với dịch vụ ngân hàng truyền thống, dịch vụ cho vay ngang hàng đã và đang phát triển rất nhanh với tốc

độ tăng trưởng gấp đôi trong những năm gần đây (Milne & Parboteeah, 2016). Dịch vụ này vẫn còn được kỳ vọng với tốc độ tăng trưởng vượt bậc dựa trên cơ sở phát triển nhanh chóng về chất lượng và tốc độ của các kỹ thuật công nghệ mới trong lĩnh vực tài chính ngân hàng trong thời gian sắp tới.

## 1.2. Cơ sở lý thuyết về cho vay ngang hàng

Hoạt động cho vay ngang hàng ban đầu được hình thành dựa trên hệ thống tương đối đơn giản nhằm thực hiện kết nối cho vay trực tiếp giữa các cá nhân. Tuy nhiên, cùng với sự phát triển của khoa học công nghệ, cho vay ngang hàng đã phát triển thành một hệ sinh thái phức tạp hơn nhiều khi cho phép sự kết hợp của công nghệ, các định chế tài chính và các doanh nghiệp khởi nghiệp (Mateescu, 2015).

Về cơ bản, cho vay ngang hàng được hình thành dựa trên đặc tính là lời hứa sẽ đem lại lợi nhuận từ việc cho vay trực tiếp và không chính thức giữa các đối tác tin tưởng lẫn nhau. Theo đó, với mong muốn cắt giảm người trung gian hay sự mâu thuẫn trong triển khai các sản phẩm, dịch vụ chủ yếu dựa vào nền tảng kết nối Internet. Cụ thể, dịch vụ cho vay ngang hàng có các đặc tính cơ bản sau:

- *Tính hiệu quả:* Đặc tính này được thể hiện thông qua việc không có sự tham gia của các tổ chức trung gian trong hoạt động cho vay. Cụ thể, quy trình nộp hồ sơ cho vay trực tuyến cũng như việc xử lý hồ sơ vay một cách nhanh chóng và thuận lợi, từ đó giảm thiểu tối đa các chi phí vận hành gắn liền với hoạt động của các ngân hàng hay trung gian tài chính để có thể đưa ra mức lãi suất thấp nhất cho người vay vốn.
- *Tính toàn diện:* Thông qua các thuật toán riêng biệt, các hoạt động cho vay ngang hàng có thể tiếp cận được nguồn thông tin đa dạng để đo lường mức độ tin cậy của các khách hàng, đặc biệt là các khách hàng có lịch sử tín dụng hạn chế do chưa tiếp cận được các khoản vay ngân hàng. Như vậy, mỗi người vay vốn có thể cung cấp các thông tin tích lũy để giúp hệ thống xác định điểm tín dụng cá nhân một cách chính xác nhất, từ đó, họ có thể nhận được mức lãi suất vay hấp dẫn cũng như hạn mức tín dụng cao hơn.
- *Tính minh bạch:* Trong quy trình cho vay, hoạt động cho vay ngang hàng cho phép người sử dụng có thể xem lại các lịch sử tín dụng của cá nhân. Điều này sẽ giúp làm giảm thiểu rủi ro về mức độ tin cậy cũng như mất cân xứng thông tin trong giao dịch giữa các bên liên quan tham gia dịch vụ này, đặc biệt là việc giúp người cho vay có thông tin đầy đủ và chính xác nhất về người có nhu cầu vay vốn.



Với các đặc tính trên, hoạt động cho vay ngang hàng đã và đang từng bước khẳng định vai trò của mình trên thị trường cho vay thông qua các dịch vụ, sản phẩm ngày càng đa dạng. Có thể kể đến như là:

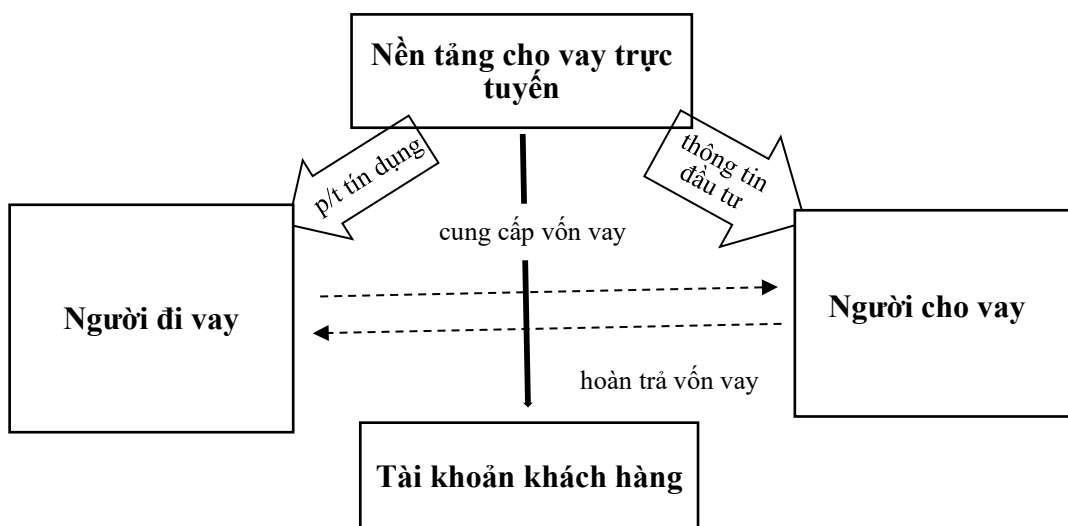
- Dịch vụ cho vay tiêu dùng thông qua việc hợp nhất các khoản nợ và tái cấp vốn cho các khoản vay để mua nhà, mua xe, mua bảo hiểm y tế... hoặc trả các khoản nợ vay đến hạn như thanh toán thẻ tín dụng. Đối với các công ty triển khai hoạt động cho vay ngang hàng như Lending Club hay Prosper, các khoản cho vay trung bình là US\$13,067 và số tiền cho vay tối đa là US\$35,000 với thời gian cho vay trung bình từ 3 đến 5 năm.
- Cho vay doanh nghiệp nhỏ được cung cấp bởi các công ty cho vay ngang hàng như Funding Circle, OnDeck hay Raisework thông qua việc kết nối người cho vay đến với các doanh nghiệp nhỏ có nhu cầu vay vốn mà không đáp ứng được các tiêu chí vay vốn từ các ngân hàng thương mại
- Cho vay sinh viên là dịch vụ cho vay được cung cấp bởi các tổ chức như là CommonBond hay SoFi nhằm hỗ trợ học tập cho sinh viên. trong thanh toán các khoản nợ liên quan đến học phí hay sinh hoạt phí hay thậm chí chương trình cho vay sinh viên cho đến khi hoàn tất chương trình học.

## **2. Sơ lược về các mô hình cho vay ngang hàng**

### **2.1. Mô hình cho vay ngang hàng theo hình thức cổ điển (traditional P2P lending model)**

Mô hình cho vay ngang hàng cổ điển, về cơ bản, cho phép người đi vay có thể giao dịch trực tiếp với người cho vay thông qua một nền tảng trực tuyến. Quy trình kết nối này được bắt đầu khi một người đi vay tiềm năng đăng ký nhu cầu vay trên nền tảng trực tuyến này. Các thông tin này sau đó được xác minh và sẽ được đăng công khai trên nền tảng. Khi đó, các người cho vay tiềm năng có thể tiếp cận và lựa chọn người đi vay phù hợp (hay nói cách khác đó chính là cơ hội đầu tư). Lưu ý rằng trong mô hình cho vay ngang hàng kiểu cổ điển này, các hợp đồng vay nợ được thiết lập giữa người đi vay và người cho vay, thay vì với công ty cung cấp nền tảng công nghệ trực tuyến. Ngoài ra, quá trình chuyển vốn và thực hiện thanh toán cho các khoản vay sẽ được quản lý bằng tài khoản riêng, tách biệt hoàn toàn với nền tảng trực tuyến. Thu nhập của đơn vị điều hành nền tảng trực tuyến cũng sẽ chỉ có từ nguồn phí thu được từ các bên đi vay và cho vay, chẳng hạn như phí đăng ký thành viên, phí hỗ trợ giúp đáp ứng nhu cầu vay và phí hoàn trả khoản vay. Mô hình cơ bản này được tóm tắt trong sơ đồ 1.

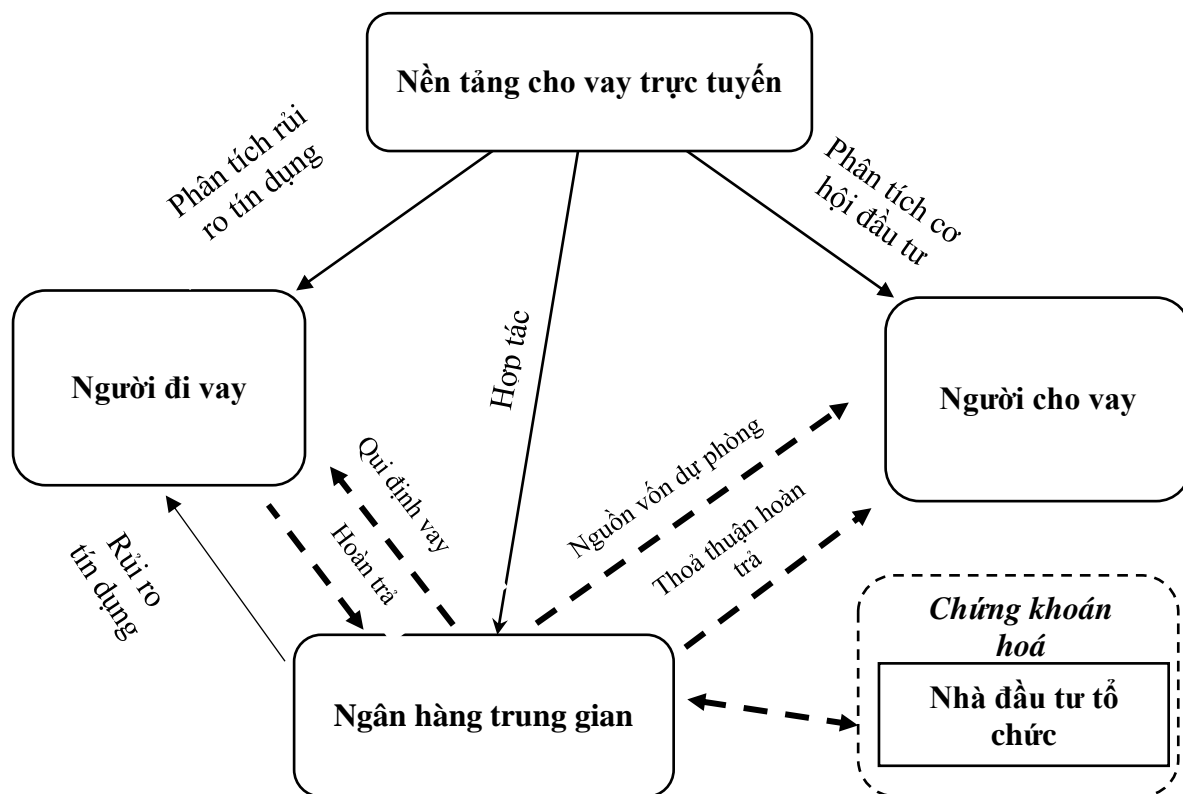
### Sơ đồ 1: Mô hình cho vay ngang hàng truyền thống



### 2.2. Mô hình cho vay ngang hàng chức năng (notary P2P lending model)

Trong mô hình cho vay ngang hàng chức năng, nền tảng trực tuyến sẽ cung cấp dịch vụ kết nối đầu tư giữa các bên, nhưng khoản vay lại chủ yếu được bắt nguồn từ các ngân hàng đối tác (Sơ đồ 2). Trong đó, các công ty công nghệ tài chính (FinTech) sẽ thực hiện đánh giá rủi ro tín dụng của người đi vay và đồng thời cung cấp thông tin đó cho người cho vay (hay nhà đầu tư). Sau đó các công ty FinTech này sẽ liên kết với các ngân hàng trong giai đoạn tiếp theo khi thực hiện các khoản vay. Lợi ích của sự kết nối với các ngân hàng chính là ở việc tạo ra tính thanh khoản cho các khoản vay cho các nhà đầu tư. Bởi vì các ngân hàng sau đó sẽ chứng khoán hoá các khoản vay và sau đó chào bán cho các nhà đầu tư có tổ chức trên thị trường tài chính.

## Sơ đồ 2: Mô hình cho vay ngang hàng chức năng

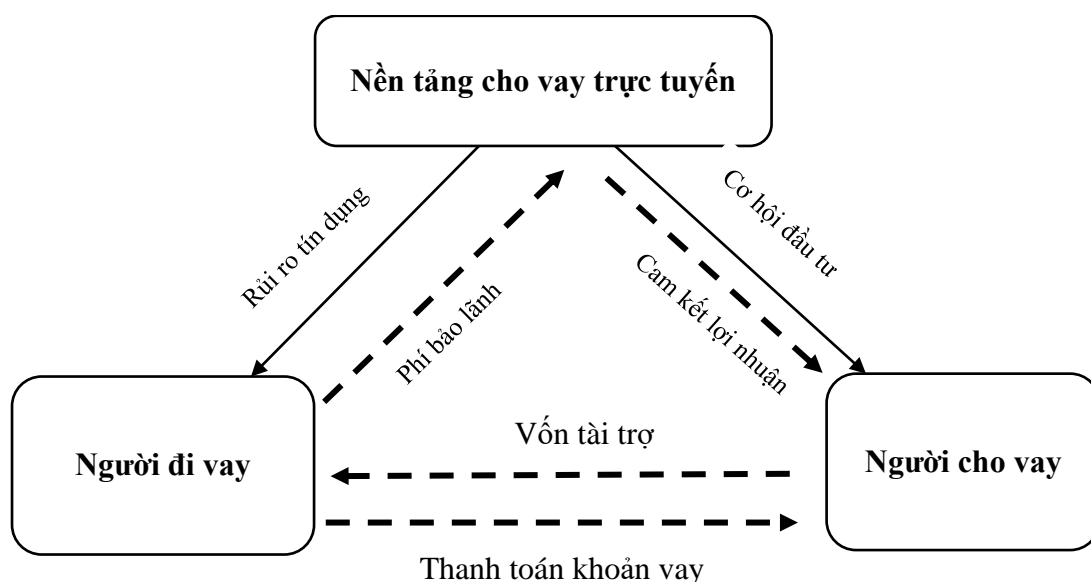


Hiện nay có khá nhiều biến thể trong cách hoạt động của mô hình kinh doanh này nhưng mô hình cho vay này là một trong những mô hình cho vay ngang hàng phổ biến nhất hiện nay. Cụ thể, mô hình này được sử dụng bởi hầu hết các công ty FinTech ở Đức, Hàn Quốc, và Hoa Kỳ.

### 2.3. Mô hình cho vay ngang hàng có đảm bảo (Guaranteed return P2P lending model)

Trong mô hình cho vay ngang hàng theo hình thức "lợi nhuận được đảm bảo", nền tảng cho vay trực tuyến sẽ đóng vai trò là nhà bảo lãnh cho người đi vay.

### Sơ đồ 3: Mô hình cho vay ngang hàng có đảm bảo



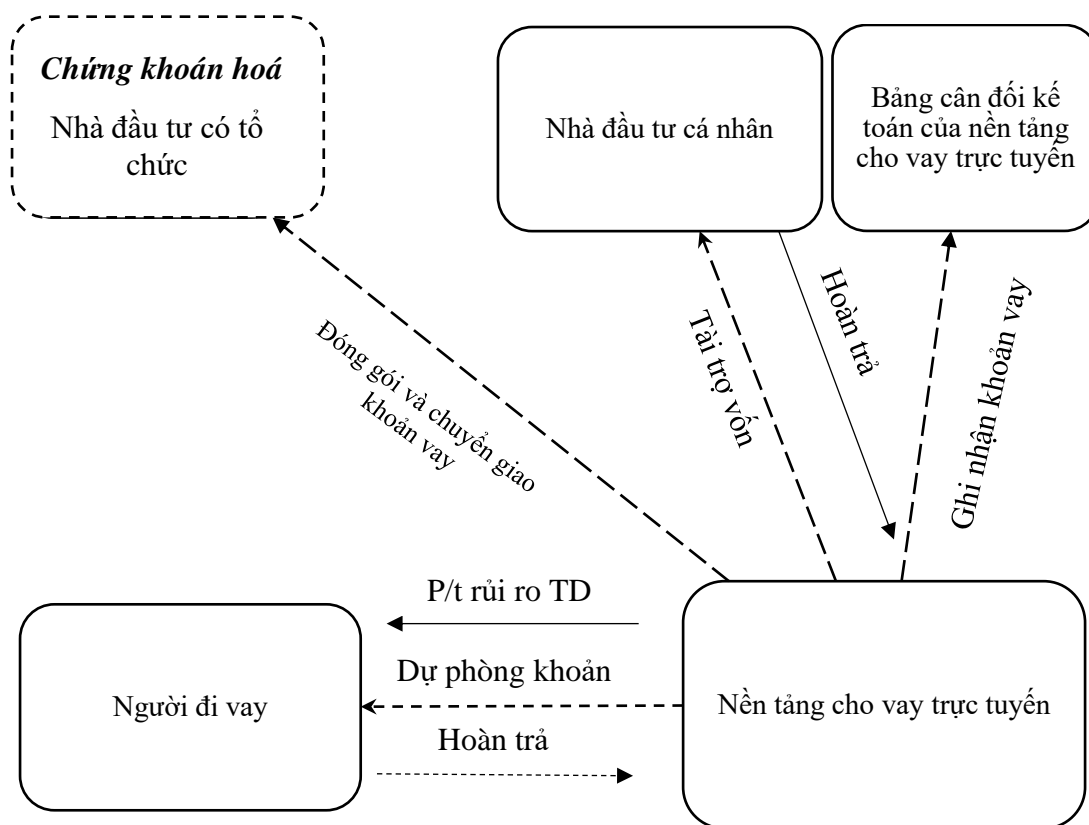
Trong những năm gần đây, mô hình cho vay này khá thịnh hành đặc biệt tại Trung Quốc. Thật vậy, nghiên cứu của (Deer và các cộng sự, 2015) đã cho thấy một số nền tảng cho vay lớn của Trung Quốc đã đứng ra đảm bảo cho người cho vay về việc sẽ thực hiện hoàn trả số tiền vay cho họ miễn là những người cho vay này đảm bảo rằng họ có một danh mục đầu tư đa dạng. Hơn nữa, một trong những nền tảng cho vay ngang hàng lớn nhất ở Trung Quốc thậm chí còn cam kết một mức lợi tức cố định 12% trên vốn gốc cho các nhà đầu tư bất kể mức độ rủi ro của khoản vay. Luật mới được chính quyền Trung Quốc công bố vào tháng 8 năm 2016 cũng đã cấp phép cho hình thức này.

#### 2.4. Mô hình cho vay ngang hàng dựa trên bảng cân đối kế toán (balance sheet model)

Trong mô hình cho vay dựa trên bảng cân đối kế toán, các công ty cung cấp nền tảng trực tuyến sau khi ghi nhận các khoản vay trên bảng cân đối kế toán của mình thì sẽ lập tức bán các khoản ghi chép này cho các nhà đầu tư có tổ chức hoặc các nhà đầu tư cá nhân sẵn sàng tài trợ cho các khoản vay ấy. Trong trường hợp này, nền tảng trực tuyến sẽ có thể huy động được vốn từ các nhà đầu tư và sau đó cung cấp các khoản vốn ấy cho người đi vay. Khi đó đơn vị cung cấp nền tảng trực tuyến sẽ là người nhận được lãi vay từ người đi vay. Tuy nhiên, nếu nền tảng trực tuyến bị sụp đổ thì nhà đầu tư sẽ khó có cơ hội nhận lại được khoản tiền đã đầu tư của mình. Do đó có thể thấy, đây là mô hình có sự tương đồng với các mô hình kinh doanh của các tổ chức tín dụng phi ngân hàng.

Mô hình này khá phổ biến ở Úc và Canada và đặc biệt nổi bật ở Hoa Kỳ nhưng tập trung cho vay tiêu dùng và bất động sản. Đơn cử, Wellesley là một nền tảng cho vay bất động sản ngang hàng phát triển theo mô hình này. Theo đó, công ty sẽ có một nhánh tài chính riêng dựa vào việc chuyển các khoản vay sang cho nền tảng cho vay trực tuyến. Ngược lại, LendInvest hoạt động theo kiểu chuyển các khoản phải thu cho nền tảng cho vay trực tuyến. Theo đó, nhà đầu tư sẽ nhận được các khoản thanh toán mà được thực hiện cho LendInvest.

#### Sơ đồ 4: Mô hình cho vay ngang hàng dựa trên bảng cân đối kế toán



#### 2.5. Mô hình cho vay ngang hàng dựa trên tài trợ hoá đơn bán hàng

Trên thực tế, các doanh nghiệp thường sử dụng dịch vụ chiết khấu hóa đơn (hoặc bao thanh toán) để tài trợ cho các hoạt động kinh doanh của mình. Bởi vì hoạt động này giúp doanh nghiệp bán các khoản phải thu cho một bên thứ ba, qua đó gia tăng nguồn vốn bổ sung cho hoạt động kinh doanh của mình. Tuy nhiên, chỉ có trường hợp chiết khấu hoặc bao thanh toán *miễn truy đòi* thì doanh nghiệp mới thực sự không có rủi ro bởi vì nếu

chiết khấu hoặc bao thanh toán có truy đòi thì rủi ro vỡ nợ vẫn thuộc về doanh nghiệp sở hữu khoản phải thu này.

Để hạn chế rủi ro tín dụng, các tổ chức trung gian chỉ cung cấp dịch vụ chiết khấu hoặc bao thanh toán *miễn* truy đòi cho những doanh nghiệp có doanh số bán hàng ở một mức tối thiểu nào đó. Vì thế, hình thức này có thể không thích hợp cho các doanh nghiệp khởi nghiệp, người làm nghề tự do và những đơn vị kinh doanh nhỏ lẻ khác. Và đó cũng là lý do mà các nền tảng cho trực tuyến đã tận dụng khai thác vào phân khúc thị trường tiềm năng này. Các dịch vụ mà nền tảng trực tuyến này cung cấp bao gồm: xử lý hóa đơn tự động và cung cấp thanh khoản cho các hoá đơn nhanh chóng với ít điều kiện ràng hơn so với các tổ chức tài chính thông thường.

Có thể thấy, các công ty FinTech hoạt động theo mô hình này chính là đối thủ cạnh tranh trực tiếp với các ngân hàng truyền thống và công ty bao thanh toán trong việc quản lý khoản phải thu và cung cấp khoản ứng trước. Trong một số trường hợp, các nền tảng cho vay trực tuyến còn cho phép các khoản đầu tư theo hình thức này được chứng khoán hóa trước khi được mua bán trên thị trường thứ cấp.

Trên thực tế, tùy theo môi trường pháp lý và sự phát triển công nghệ, các nước sẽ phát triển các mô hình kinh doanh ngang hàng khác nhau. Tính đến năm 2018, trong các mô hình kinh doanh trên, phổ biến nhất là mô hình cho vay ngang hàng theo kiểu cổ điển và dự kiến sẽ duy trì xu hướng này trong tương lai gần. Điều này xuất phát từ sự gia tăng mạnh mẽ của mô hình này ở các nước đang phát triển. Tuy nhiên, các mô hình cho vay khác cũng đang được áp dụng rộng rãi trên toàn cầu và được dự đoán sẽ vượt qua mô hình cổ điển trong vài năm tới (Omarini, 2018).

Dưới đây là một số ví dụ về các mô hình kinh doanh cho vay ngang hàng trên thế giới và các mô hình này cũng đã được phân loại theo loại hình tín dụng. Lưu ý rằng, các ví dụ này chỉ nhằm giới thiệu một số mô hình kinh doanh tương ứng với các mục đích vay chứ không phải là bức tranh toàn diện về thị trường.

**Bảng 1: Một số ví dụ về các mô hình kinh doanh cho vay ngang hàng trên thế giới**

		Mô hình kinh doanh cho vay ngang hàng				
		Mô hình cổ điển	Mô hình chức năng	Mô hình có đảm bảo	Mô hình dựa trên tài khoản kế toán	Mô hình dựa trên hoá đơn
Loại tín dụng	Tín dụng tiêu dùng	Funding secure Zopa Lending networks Lendable	Lending club Auxmoney	Dianrong PPDai	SoFi	
	Tín dụng doanh nghiệp	Funding circle ThinCats LendInvest Assetz Capital Saving Stream		Dianrong PPDai	Market Invoice Investly Finexkap Demica CRX Markets	
	Tín dụng bất động sản	Wellesley LendIntext		Wellesley LendIntext		

*Nguồn: theo báo cáo năm 2017 của Hội đồng ổn định tài chính (Committee on the Global Financial System, Financial Stability Board)*

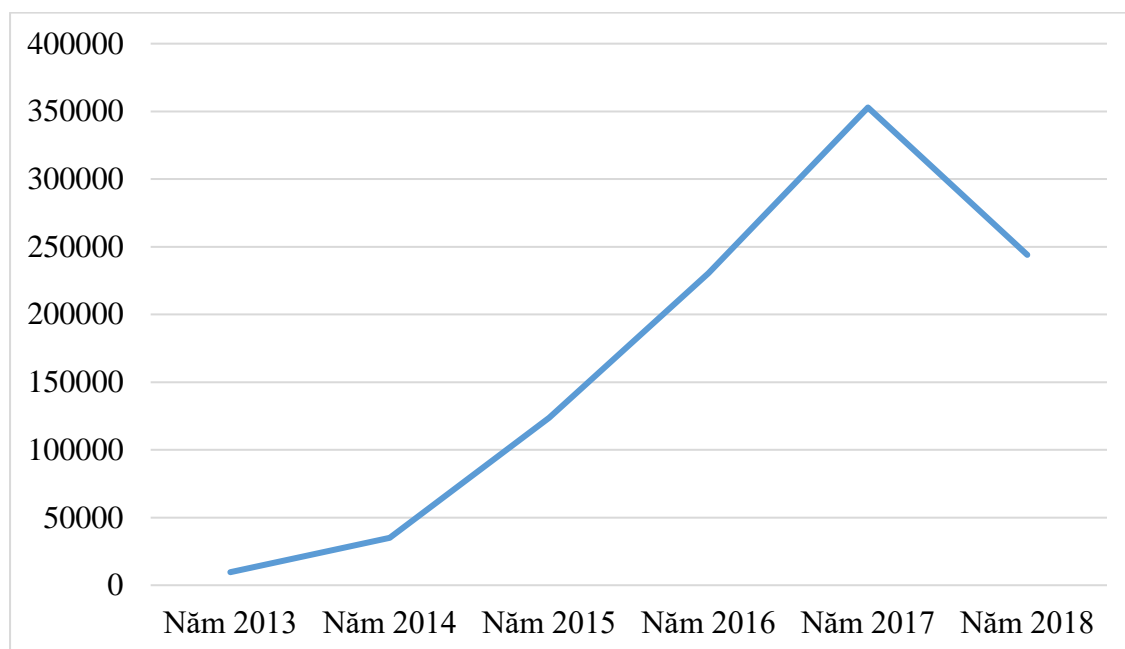
### 3. Tình hình hoạt động cho vay ngang hàng trên thế giới

#### 3.1. Tổng quan về cho vay ngang hàng trên thế giới

Theo dữ liệu thống kê của trung tâm Cambridge về tài chính thay thế (Cambridge Centre for Alternative Finance), doanh số cho vay ngang hàng trên toàn thế giới vào năm 2018 khoảng trên 207 tỷ USD. Con số này đã tăng đến gần 2433 % so với năm 2013 (Hình 1).

Hiện nay, Trung Quốc, Mỹ và Anh là 3 quốc gia có doanh số cao nhất về cho vay ngang hàng trên thế giới. Ngoài ra dịch vụ này cũng bắt đầu xuất hiện và tăng trưởng một số quốc gia phát triển khác ở Châu Âu và Châu Á như Nhật, Pháp, Đức, Australia hay New Zealand. Dù không phải là nơi xuất hiện nền tảng đầu tiên về cho vay ngang hàng nhưng Trung Quốc hiện đang dẫn đầu thế giới về doanh số cho vay ngang hàng với hơn 207 tỷ USD trong năm 2018, chiếm hơn 85% thị phần của thị trường cho vay ngang hàng của 9 quốc gia dẫn đầu trên thế giới, và cao hơn gần 8 lần so với quốc gia đứng thứ hai là Mỹ (Bảng 2).

**Hình 1. Doanh số cho vay ngang hàng tại 9 thị trường dẫn đầu thế giới (2013-2018)**



*Nguồn: tác giả tính toán từ số liệu của trung tâm Cambridge về tài chính thay thế*

**Bảng 2. Doanh số cho vay ngang hàng tại 9 quốc gia dẫn đầu trên thế giới (Đơn vị tính: triệu USD)**

Quốc gia	Năm 2013	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016	Năm 2017	Năm 2018
Trung Quốc	5,520	23,820	97,580	201,310	327,800	207,590
Mỹ	3,176	8,742	21,282	23,420	17,340	27,420
Anh	751	2,135	3,667	4,810	6,005	6,359
Nhật Bản	79	108	326	171	236	873
Đức	48	116	205	227	448	813
Pháp	57	117	181	277	431	494
Australia	2	16	70	165	365	321
New Zealand	-	14	245	178	242	222
<b>Tổng</b>	<b>9,633</b>	<b>35,068</b>	<b>123,556</b>	<b>230,558</b>	<b>352,867</b>	<b>244,092</b>

*Nguồn: Số liệu tác giả tính toán sử dụng dữ liệu của trung tâm Cambridge về tài chính thay thế*

### 3.2. Tình hình hoạt động cho vay ngang hàng tại một số quốc gia trên thế giới

#### ❖ Hoạt động cho vay ngang hàng tại Anh

Hoạt động cho vay ngang hàng đã phát triển nhanh chóng ở Anh. Hiện nay, nó đóng góp quan trọng vào việc cung cấp các khoản vay mới cho các doanh nghiệp nhỏ. Ngoài ra còn có một khối lượng lớn và ngày càng tăng trong hoạt động cho vay tiêu dùng tín chấp



ngang hàng, dù vẫn chiếm một phần nhỏ trong tổng thị trường cho vay tiêu dùng không có thể chấp tại Anh.

Theo Zhang và các cộng sự (2016), trong cơ cấu cho vay ngang hàng tại Anh vào năm 2015, cho vay tiêu dùng ngang hàng là lớn nhất trong danh mục, tiếp theo là cho vay kinh doanh ngang hàng và cho vay bất động sản ngang hàng. Trong tổng số tiền tài trợ 3.2 tỷ bảng Anh huy động được trên thị trường 'tài chính thay thế' của Anh trong năm 2015, khoảng 2.4 tỷ bảng Anh là do cho vay ngang hàng. Ngoài ra, theo Zhang và cộng sự (2016), so sánh với tổng nguồn vốn tài trợ của năm 2015 so với năm trước, mức tăng trưởng nhanh nhất là từ nguồn vốn cộng đồng (crowd funding), tăng gần 400%. Cho vay kinh doanh ngang hàng đứng ở vị trí lớn thứ hai. Cho vay tiêu dùng ngang hàng tăng trưởng chậm hơn nhưng vẫn tăng hơn gấp đôi so với năm 2014.

Có 8 nền tảng cho vay ngang hàng được thành lập tại Anh, tất cả đều là thành viên của Hiệp hội cho vay ngang hàng tại Anh. Các mô hình kinh doanh của những nền tảng này khác nhau đáng kể.

Zopa – nền tảng ra mắt vào năm 2005 với tư cách là nền tảng cho vay ngang hàng đầu tiên trên thế giới - chỉ cung cấp cho vay tiêu dùng tín chấp (bao gồm cả các doanh nghiệp tư nhân nhỏ). Tương tự, LendingWorks cũng chỉ hỗ trợ cho vay tiêu dùng không có thể chấp. Funding Circle - ra mắt vào năm 2010 hoàn toàn không tham gia vào cho vay tiêu dùng, thay vào đó chỉ hỗ trợ cho vay tín chấp đối với doanh nghiệp nhỏ và cho vay có bảo đảm bằng tài sản là nhà ở. ThinCats cũng hỗ trợ cho vay kinh doanh không có bảo đảm và cho vay có bảo đảm bằng tài sản nhà ở. Hai nền tảng khác - LendInvest và Landbay - chỉ hỗ trợ cho vay có bảo đảm bằng tài sản. RateSetter là nền tảng cho vay trực tuyến duy nhất có hỗ trợ cho vay đối với cả ba loại hình cho vay – cho vay tiêu dùng không có thể chấp, cho vay kinh doanh nhỏ và cho vay bất động sản không thể chấp. Trong khi đó, thành viên thứ tám của Hiệp hội cho vay ngang hàng, Market Invoice, có một mô hình kinh doanh khác với các thành viên còn lại. Trong đó, nền tảng này cung cấp các khoản cho vay ngang hàng được bảo đảm dựa trên hóa đơn.

#### ❖ **Hoạt động cho vay ngang hàng tại Mỹ**

Mỹ cùng với Anh là hai quốc gia tiên phong trong việc phát triển cho vay ngang hàng. So với Anh, hoạt động cho vay ngang hàng của Mỹ tập trung hơn nhiều vào tín dụng tiêu dùng. Hoạt động này tại Mỹ đã phát triển xa hơn so với khái niệm ban đầu về liên kết trực tiếp giữa người cho vay và người đi vay cá nhân, thay vào đó, các khoản vay còn được cung ứng cho các nhà đầu tư tổ chức.

Trong các nền tảng cho vay ngang hàng tại Mỹ, các nền tảng lâu đời nhất và lớn nhất như Prosper và Lending Club được thành lập để cung cấp dịch vụ cho vay tiêu dùng và cho vay sinh viên. Các nền tảng khác được thiết lập tập trung vào cho vay tiêu dùng là Avant (tập trung vào các khoản vay cá nhân) và SoFi (chuyên cung cấp các khoản cho vay sinh viên). Các nhà cung cấp hàng đầu về các khoản vay thị trường cho doanh nghiệp nhỏ là OnDeck, CAN Capital và Kabbage. Trong khi đó, GroundFloor and LendingHome cung cấp tài chính thế chấp ngắn hạn.

Theo nghiên cứu của báo cáo của tổ chức Morgan Stanley (2015), tổng mức cho vay ngang hàng tại Mỹ vào khoảng 12 tỷ đô la vào cuối năm 2014. Đây vẫn là một phần nhỏ - khoảng 0.36% - trong tổng số cho vay tiêu dùng không có bảo đảm của Mỹ. Tỷ trọng này khá tương tự với số liệu ở thị trường Anh.

#### ❖ Hoạt động cho vay ngang hàng tại Châu Âu

Hiện vẫn chưa có số liệu thống kê chính xác về sự phát triển của cho vay ngang hàng tại Châu Âu. Có một Hiệp hội Tài chính Cho vay ngang hàng tại Châu Âu nhưng hiện tại chỉ có một số các thành viên. Tuy vậy, mỗi quan tâm đến cho vay ngang hàng đang phát triển tại khu vực này. Theo trang web Altfi, khối lượng cho vay ngang hàng năm 2015 trên khắp Châu Âu lên tới khoảng 674 triệu euro (Shoker, 2016).

#### ❖ Hoạt động cho vay ngang hàng tại Trung Quốc

Nền tảng cho vay trực tuyến đầu tiên của Trung Quốc tên là PPDAL ra đời vào năm 2007. Kể từ đó đến nay, thị trường cho vay ngang hàng của Trung Quốc đã phát triển nhanh chóng với khoảng 2,595 nền tảng ra đời vào năm 2015. Vào năm 2018, số liệu từ Trung tâm Cambridge về tài chính thay thế cho thấy doanh số cho vay trên thị trường này tại Trung Quốc đang đứng đầu trên thế giới. Vào tháng 6/2018, các nền tảng cho vay ngang hàng đã giúp kết nối khoảng 4.1 triệu nhà đầu tư và 4.3 triệu người đi vay. Quy mô cho vay ngang hàng tại quốc gia này gấp nhiều lần quy mô trên thị trường Mỹ và các quốc gia khác. Hiện có hơn 2,000 các nền tảng cho vay ngang hàng tại Trung Quốc. Tuy nhiên, có những lo ngại đáng kể về gian lận, đặc biệt là kể từ thất bại đầu năm 2016 của nền tảng Ezubo, làm mất khoảng 11 tỷ đô la của các nhà đầu tư. So với Mỹ và Anh, môi trường pháp lý và quy định cho vay ngang hàng tại Trung Quốc, có thể nói, là chưa phát triển.

#### 4. Gợi ý một số chính sách cho phát triển hoạt động cho vay ngang hàng tại Việt Nam

Trong những năm gần đây, hoạt động cho vay ngang hàng tại Việt Nam đã bắt đầu nhen nhóm với sự xuất hiện của hơn 40 công ty gồm sở hữu nước ngoài lẫn trong nước. Theo thống kê của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, trong số các công ty cung cấp dịch vụ cho vay ngang hàng đang hoạt động ở Việt Nam, có 10 công ty có nguồn gốc từ Trung Quốc

và một số công ty từ Indonesia và Singapore (theo Hà Văn Dương, 2019). Với sự tăng trưởng không ngừng của các ứng dụng công nghệ tài chính hiện nay và sự tăng trưởng không ngừng của hoạt động này của các nước láng giềng như Indonesia và Trung Quốc, Việt Nam được dự báo là một trong những quốc gia sẽ có tăng trưởng vượt bậc trong hoạt động cho vay ngang hàng. Tuy nhiên, có thể nhận thấy các nhà làm chính sách và các nhà quản lý chưa bắt kịp với sự phát triển nhanh chóng của hoạt động cho vay ngang hàng hiện nay.

Thật vậy, tại Việt Nam, cho đến nay vẫn chưa có một văn bản pháp lý điều chỉnh hoạt động cho vay ngang hàng. Hầu hết các dịch vụ được cung cấp từ các nền tảng trực tuyến cho vay ngang hàng chỉ dừng lại ở tính chất như là dịch vụ tư vấn đầu tư. Bởi vì hoạt động cho vay ở Việt Nam được xem là hoạt động kinh doanh đặc thù, thuộc một phần của hoạt động kinh doanh ngân hàng và chỉ có thể được thực hiện bởi các tổ chức tín dụng hoặc các định chế tài chính chuyên biệt. Các tổ chức tài chính này không chỉ phải đáp ứng các yêu cầu về pháp lý mà hoạt động của các tổ chức này còn bị giám sát chặt chẽ bởi Ngân hàng Nhà nước.

Do đó để phát triển hoạt động cho vay ngang hàng tại Việt Nam, đòi hỏi phải có hành lang pháp lý tạo điều kiện cho hoạt động này phát triển. Quan trọng hơn hết, hành lang pháp lý phải hướng đến đảm bảo tính an toàn và phát triển bền vững cho toàn bộ hệ thống tài chính. Cụ thể hành lang pháp lý nên tập trung vào các vấn đề sau:

Về phía Chính phủ: Cần sớm xây dựng hành lang pháp lý để quản lý hoạt động cho vay ngang hàng. Trong đó những biện pháp quản lý rủi ro hệ thống và những quy định pháp lý chuẩn áp dụng cho hoạt động cho vay ngang hàng cần sớm được ban hành.

Về phía NHNN: Cần sớm ban hành các văn bản chính sách quy định hướng dẫn chi tiết cho các tổ chức cung ứng dịch vụ cho vay ngang hàng. Các quy định về cấp phép hoạt động, quản lý, kiểm tra, giám sát hoạt động và đặc biệt các quy định về công bố thông tin liên quan đến quy trình hoạt động kinh doanh và nghĩa vụ, trách nhiệm của các đơn vị tham gia vào hoạt động cho vay ngang hàng.

Trước mắt, NHNN cần ban hành các văn bản hướng dẫn liên quan đến cho vay ngang hàng kết nối trực tiếp người đi vay với người cho vay (nhà đầu tư) theo kiểu mô hình cổ điển. Chưa nên mở rộng cho sự tham gia của các ngân hàng và các định chế tài chính trong các mô hình khác (như mô hình cho vay ngang có bảo đảm, cho vay ngang hàng dựa trên chức năng hoặc dựa trên hoá đơn) và đặc biệt không cho phép các công ty cho vay ngang hàng được quyền huy động vốn để cho vay.

Về phía các công ty triển khai hoạt động cho vay ngang hàng: cần tuân thủ pháp luật và phối hợp chặt chẽ cùng với Chính phủ, NHNN trong việc xây dựng và hoàn thiện quy

trình quản trị rủi ro trong hoạt động kinh doanh. Cần chú trọng đến hoạt động đầu tư nâng cấp cơ sở hạ tầng, cơ sở dữ liệu lớn, nâng cao kiến thức và kỹ năng quản lý rủi ro song song với việc xây dựng đội ngũ chuyên gia có hiểu biết chuyên sâu cả về lĩnh vực tài chính và công nghệ thông tin.

Điều cần làm trước tiên, các cơ quan quản lý cần có những chương trình nhằm gia tăng nhận thức của các bên tham gia để họ có những hiểu biết rõ hơn về lợi ích lẫn rủi ro khi tham gia vào hoạt động này. Và, các tổ chức cung ứng dịch vụ cho vay ngang hàng cần tập trung đầu tư vào các nền tảng công nghệ nhằm đảm bảo được tính minh bạch và hạn chế các rủi ro nhằm tránh ảnh hưởng tiêu cực đến sự an toàn của thị trường tài chính. Cuối cùng, để lựa chọn một mô hình kinh doanh phù hợp, các công ty, tổ chức tham gia vào thị trường này cần dựa trên các yếu tố như khung pháp lý ban hành, khả năng cung ứng, đồng thời cần tham khảo mô hình tại các quốc gia để có thể tránh được những sai lầm và rủi ro từ các “vết xe đổ” của các tổ chức trên thế giới.

### **Tài liệu tham khảo**

- Hà Văn Dương (2019), Cho vay ngang hàng: Cơ chế vận hành và mô hình kinh doanh, Tạp chí Thị trường Tài chính Tiền tệ số 8/2019
- Committee on the Global Financial System, Financial Stability Board, (2017). Fintech Credit. Market structure, business models and financial stability implications
- Deer, L., Mi, J., & Yuxin, Y. (2015). The rise of peer-to-peer lending in China: An overview and survey case study. *Association of Chartered Certified Accountants*.
- Mateescu, A. (2015). Peer-to-Peer lending. *Data & Society Research Institute*, 2.
- Milne, A., & Parboteeah, P. (2016). The business models and economics of peer-to-peer lending.
- Omarini, A. E. (2018). Peer-to-peer lending: business model analysis and the platform dilemma.
- Stanley, M. (2015). Global marketplace lending: Disruptive innovation in financials. *New York: Morgan Stanley Blue Paper*.
- Shoker, S. (2016). A Booming P2P Market for Continental Europe. Retrieved from [http://www.altfi.com/article/1648\\_2016\\_a\\_booming\\_p2p\\_market\\_for\\_continental\\_europe](http://www.altfi.com/article/1648_2016_a_booming_p2p_market_for_continental_europe)
- Zhang, B. Z., Baeck, P., Ziegler, T., Bone, J., & Garvey, K. (2016). Pushing boundaries: The 2015 UK alternative finance industry report. *Available at SSRN 3621312*.

# 61.

## CHUYỂN ĐỔI SỐ - CƠ HỘI VÀ THÁCH THỨC CỦA CÁC NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI VIỆT NAM

Nguyễn Quốc Anh \*

Tăng Mỹ Sang \*\*

### Tóm tắt

Thông qua việc thu thập các dữ liệu thứ cấp, bài viết thực hiện nghiên cứu những vấn đề cơ bản liên quan đến ngân hàng số, xu hướng ứng dụng công nghệ của ngành ngân hàng thế giới, tìm hiểu thực trạng ứng dụng công nghệ của các ngân hàng Việt Nam. Kết quả nghiên cứu cho thấy rất nhiều quốc gia trên thế giới đã đẩy mạnh các ứng dụng hiện đại vào hoạt động ngân hàng với tiêu chí lấy khách hàng làm trung tâm. Ngành ngân hàng Việt Nam đang trong giai đoạn đầu của quá trình số hóa, các ngân hàng đang bắt đầu ứng dụng công nghệ số vào hoạt động và cung cấp cho khách hàng các dịch vụ như xác thực giọng nói, ngân hàng số sáng tạo, chi nhánh giao dịch tự động, số hóa kênh quầy, định danh điện tử (eKYC), ngân hàng hợp kênh, ngân hàng số từ ví điện tử. Dựa vào chỉ số đánh giá mức độ ứng dụng công nghệ (ITC index), có thể thấy mức độ ứng dụng công nghệ thông tin trong hoạt động của các ngân hàng rất khác biệt, một số ngân hàng đã sẵn sàng đầu tư nhưng cũng có những ngân hàng chưa đầu tư nhiều vào việc thay đổi công nghệ. Từ đó, bài viết đưa ra các giải pháp cho quá trình số hóa của các ngân hàng Việt Nam.

**Từ khóa:** Công nghệ số, ngân hàng số, cơ hội, thách thức, công nghệ 4.0, ngân hàng thương mại.

### Giới thiệu

Ngân hàng thương mại là một trong những tổ chức có tầm quan trọng rất lớn trong hệ thống tài chính của một quốc gia. Về bản chất, các sản phẩm của ngân hàng là những sản phẩm dịch vụ, không tồn tại dưới hình thức vật chất, không có việc chuyển quyền sở hữu. Các sản phẩm ngân hàng cung cấp cho khách hàng không được cảm nhận qua các giác

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [quocanh@ueh.edu.vn](mailto:quocanh@ueh.edu.vn)

\*\* Trường Đại học Kinh tế - Tài chính TP. HCM

quan, việc cung ứng và tiêu dùng được diễn ra cùng một lúc, chất lượng sản phẩm phụ thuộc rất nhiều vào cách thức cung ứng, thời gian và địa điểm cung ứng. Từ đó có thể thấy cách thức cung cấp sản phẩm là một trong những yếu tố tạo nên sự thành công của ngân hàng, giúp ngân hàng tăng khả năng cạnh tranh. Để thúc đẩy việc cung cấp sản phẩm tốt và hiệu quả hơn, các ngân hàng đã tăng cường ứng dụng công nghệ thông tin. Một trong những lợi ích trước mắt có thể nhận thấy rõ là tốc độ áp dụng các công nghệ kỹ thuật số được đẩy mạnh đã thu hút được rất nhiều người sử dụng và mức độ thu hút đã tăng lên rõ rệt trong thời gian gần đây, đặc biệt trong điều kiện các nước phải đối mặt với dịch Covid\_19, điều kiện giao dịch trực tiếp bị hạn chế. Chính vì những lý do này, ngày càng nhiều ngân hàng đã thực sự quan tâm đến sự chuyển đổi công nghệ. Hai mảng được các ngân hàng quan tâm, đặc biệt ở thời điểm hiện tại là mảng thanh toán và tư vấn. Việc này khiến các ngân hàng phải đối mặt với sự cạnh tranh lớn hơn từ các trung gian khác, đặc biệt là các công ty công nghệ tài chính (Fintech).

Năm 2020, dù nhiều ngành nghề và lĩnh vực bị ảnh hưởng bởi dịch COVID-19 nhưng các ngân hàng hay công ty tài chính vẫn có kết quả kinh doanh khả quan, thậm chí một số ngành liên quan tới công nghệ như thương mại điện tử hay ngân hàng kỹ thuật số còn tìm được cơ hội phát triển ngay trong mùa dịch. Số liệu từ Vụ Thanh toán thuộc NHNN cho thấy, trong 6 tháng đầu năm 2020, đã có 200 triệu giao dịch thanh toán qua Internet với giá trị khoảng 12,9 triệu tỷ đồng, tăng 36% so với cùng kỳ năm 2019 (Hải Yên, 2021). Mặc dù vậy, việc ứng dụng kỹ thuật số vào hoạt động kinh doanh của ngân hàng chỉ dừng lại ở mức sử dụng core banking nhưng việc ứng dụng công nghệ hiện đại đang ở giai đoạn đầu. Thống kê về mức độ sẵn sàng ứng dụng công nghệ thông tin trong hệ thống ngân hàng Việt Nam cho thấy kết quả không mấy khả quan. Ngoài chỉ tiêu 100% các ngân hàng đã triển khai hệ thống Core banking thì các chỉ tiêu khác phản ánh khả năng ứng dụng CNTT như quản lý rủi ro chỉ đạt 59,4%, hay chỉ 43,8% ngân hàng đạt chứng chỉ về an toàn thông tin, triển khai hệ thống CRM (Customer Relationship Management) chỉ đạt 53,1%, còn ERP (Enterprise Resources Planning) chỉ 50%. Những dịch vụ cơ bản của internet banking như gửi tiền tiết kiệm online, thanh toán hóa đơn, hay SMS banking nhiều ngân hàng Việt Nam vẫn chưa thực hiện được. Điều đó cho thấy mức độ ứng dụng CNTT trong hệ thống ngân hàng Việt Nam hiện còn nhiều hạn chế (Lê Duy Khánh, 2019). Có thể thấy rằng, ngành ngân hàng Việt Nam đang ở giai đoạn đầu của quá trình chuyển đổi số, việc số hóa các dịch vụ còn nhiều vấn đề cần quan tâm. Bài viết được thực hiện nhằm tìm hiểu xu hướng ứng dụng công nghệ của ngành ngân hàng thế giới, thực trạng ứng dụng công nghệ vào hoạt động từ đó đề xuất các giải pháp cho chiến lược số hóa cho các ngân hàng Việt Nam.

## 1. Ngân hàng số

Ngân hàng số đang là xu hướng chung trong quá trình phát triển của ngành ngân hàng. Đây là loại hình ngân hàng sử dụng công nghệ thông tin để cung cấp nhiều loại sản phẩm và dịch vụ giá trị gia tăng cho khách hàng (Githuku, 2018). Ngân hàng số là việc sử dụng các phương tiện điện tử để cung cấp các dịch vụ ngân hàng, chủ yếu thông qua Internet và điện thoại di động (Okiro, 2013). Đây là loại hình ngân hàng sử dụng internet, điện thoại di động và các phương tiện điện tử khác làm kênh phân phối các dịch vụ ngân hàng như truy vấn số dư, in sao kê, chuyển tiền đến các tài khoản khác, thanh toán hóa đơn và các dịch vụ ngân hàng mới như dưới dạng xuất trình và thanh toán hóa đơn điện tử mà không cần đến giao dịch trực tiếp (Singh, 2017). Ngân hàng số là loại ngân hàng tận dụng công nghệ để cung cấp các sản phẩm ngân hàng nhằm nâng cao khả năng tiếp cận và khả năng chi trả của khách hàng đối với các dịch vụ được cung cấp. Mô hình ngân hàng này đảm bảo tiện ích tối đa cho khách hàng về tính sẵn có, tính hữu dụng và chi phí, mô hình này còn cải thiện tất cả các hoạt động và cách tổ chức ngân hàng truyền thống (Stanley, 2017). Như vậy, ngân hàng số có nhiều cách hiểu khác nhau, nhưng nhìn chung là việc ứng dụng công nghệ thông tin hiện đại vào việc cung cấp sản phẩm cho khách hàng, giúp khách hàng có thể thực hiện giao dịch từ xa. Bên cạnh đó, ngân hàng số còn chú trọng nhiều vấn đề khác như mô hình tổ chức, quản trị, mục tiêu phục vụ khách hàng, phương pháp thiết kế lại các sản phẩm dịch vụ, tính an toàn bảo mật và nguồn nhân lực cho ngân hàng trong môi trường số hoá.

Theo Raskin (2016), sự phát triển với tốc độ nhanh chóng của các dịch vụ ngân hàng kỹ thuật số đã làm cuộc sống trở nên dễ dàng và thuận tiện hơn rất nhiều để thực hiện các giao dịch. Hoạt động của ngân hàng số có các đặc điểm như sau:

- Tích hợp đồng nhất các kênh phân phối: ngân hàng số giúp đa dạng hóa các kênh để khách hàng dễ tiếp cận dịch vụ ngân hàng. Khách hàng có thể sử dụng các kênh ưa thích để giao dịch với ngân hàng. Giữa các kênh phải có sự kết nối chuyển tiếp thông tin đầy đủ, đảm bảo trải nghiệm khách hàng được ổn định. Yêu cầu của khách hàng bắt đầu từ kênh này có thể được xử lý và kết thúc ở kênh khác. Khách hàng yêu cầu mở tài khoản trên website khi đến quầy chỉ cần ký hồ sơ và xác thực, không phải cung cấp lại thông tin. Có sự kết nối, liên thông giữa kênh quầy và các kênh số (ngân hàng điện tử).
- Tự động hóa các quy trình: kinh doanh trên các kênh số đòi hỏi việc xử lý phía sau phải nhanh và tự động hóa. Hướng đến tự động hóa trong nhiều lĩnh vực bao gồm tương tác với khách hàng, tác nghiệp, quản lý rủi ro, ra quyết định.

- **Đổi mới sáng tạo:** ngân hàng phải tạo ra các sản phẩm mới có tính sáng tạo, thuận tiện cho khách hàng. Các công nghệ thường được ứng dụng như: Bigdata, trí tuệ nhân tạo, Block chain, Robotics, Internet vạn vật...
- **Phân tích dữ liệu lớn phục vụ ra quyết định** nhằm khai thác dữ liệu bên trong ngân hàng và bên ngoài ngân hàng để phục vụ kinh doanh. Các ngân hàng có thể phân tích thông tin trên mobile, mạng xã hội mạng viễn thông của người dùng để chấm điểm tín dụng, ra quyết định cho vay. Ngân hàng có thể dùng phân tích hành vi khách hàng, tìm khách hàng phù hợp để gửi các thông điệp khuyến mại phù hợp, tăng cơ hội bán chéo dịch vụ...

Về cơ bản, ngân hàng số được phát triển từ mô hình ngân hàng truyền thống nhưng trong hoạt động, ngân hàng số và ngân hàng truyền thống có nhiều điểm khác biệt như sau:

**Bảng 1. Sự khác biệt giữa ngân hàng số và ngân hàng truyền thống**

Các điểm khác biệt	Ngân hàng truyền thống	Ngân hàng số
Khung thời gian phục vụ khách hàng	Khung thời gian bị giới hạn. Các dịch vụ chỉ được cung cấp trong khoảng thời gian xác định.	Khung thời gian không giới hạn. Các dịch vụ được cung cấp không bị giới hạn về mặt thời gian.
Tốc độ của dịch vụ	Phụ thuộc vào chất lượng và kinh nghiệm của nhân viên ngân hàng.	Ngay lập tức.
Tiếp cận dịch vụ	Linh hoạt nhưng bị giới hạn, khách hàng chỉ tiếp cận được dịch vụ thông qua một vài kênh.	Linh hoạt, khách hàng có thể chọn lựa kênh tiếp cận phù hợp.
Chi phí duy trì tài khoản	Cao, chi phí này được sử dụng để duy trì tài khoản cá nhân và duy trì hoạt động của chi nhánh ngân hàng.	Thấp, các dịch vụ thường được cung cấp miễn phí.
Phạm vi của dịch vụ	Bị giới hạn trong số lượng của chi nhánh và số lượng nhân viên ngân hàng.	Không giới hạn về mặt địa lý.
Người thực hiện quy trình nghiệp vụ	Dịch vụ được thực hiện bởi nhân viên của ngân hàng.	Dịch vụ được thực hiện bởi khách hàng.
Tiến trình tiếp nhận dịch vụ mới và khuyến mãi	Đòi hỏi thời gian và chi phí	Thực hiện nhanh chóng, thông qua tin nhắn điện thoại hoặc thư điện tử.
Đối tượng được chi trả khi cung cấp dịch vụ	Nhân viên và các bộ phận cung cấp dịch vụ	Những đơn vị cung cấp phần mềm

*Nguồn: Pshenichnikov (2018)*

Để đánh giá mức độ ứng dụng công nghệ trong hoạt động của ngân hàng, có thể sử dụng chỉ số sẵn sàng cho phát triển và ứng dụng công nghệ thông tin và truyền thông Việt



Nam - Vietnam ICT index (Bộ Thông tin - Truyền thông, 2006). Phương pháp này được tính toán theo hướng dẫn của tổ chức Liên hợp quốc. Về phương pháp tính, chỉ số ITC áp dụng phương pháp chuẩn hóa theo Z-Score khi tính các chỉ số thành phần và sử dụng chuyên gia đánh giá độc lập về dịch vụ công trực tuyến, nhằm đồng nhất với phương pháp tính của Báo cáo Chính phủ điện tử của Liên hợp quốc. Về hệ thống chỉ tiêu, ICT Index bao gồm 3 nhóm chỉ tiêu chính là hạ tầng kỹ thuật, hạ tầng nhân lực và ứng dụng CNTT.

## **2. Lợi ích trong việc ứng dụng công nghệ trong hoạt động ngân hàng**

Ứng dụng công nghệ hiện đại vào hoạt động của ngân hàng đem lại nhiều tiện ích cho khách hàng và ngân hàng. Ngân hàng số giúp khách hàng có thể rút ngắn thời gian giao dịch, có thêm nhiều thông tin, tăng mức độ tin cậy thông qua các phương thức bảo mật dữ liệu, khách hàng theo dõi được các thông tin giao dịch. Đối với ngân hàng, loại hình ngân hàng này cũng mang lại rất nhiều lợi ích, cụ thể như sau

- Công nghệ số giúp các ngân hàng giảm việc ghi chép sổ sách, thực hiện các thao tác thủ công. Đặc biệt, công nghệ số sẽ giúp ngân hàng giảm thiểu “thời gian chết” trong quá trình phục vụ khách hàng. Việc đẩy mạnh ứng dụng công nghệ số giúp ngân hàng tăng doanh thu, tăng hiệu quả kinh doanh với chi phí cung cấp dịch vụ thấp.
- Công nghệ số cho phép các ngân hàng tạo mới hoặc sửa đổi các quy trình kinh doanh. Thực tế cho thấy, hầu hết ngân hàng hiện nay đều được tổ chức theo mô hình nhiều phòng ban, bộ phận. Theo đó, dù mỗi phòng ban đảm nhận những vai trò và nhiệm vụ khác nhau song để đảm bảo hiệu quả tối ưu cần có sự phối hợp giữa các bên. Nhưng việc áp dụng cách thức phối hợp truyền thống luôn bộc lộ những hạn chế nhất định, khiến hiệu quả công việc bị giảm sút. Do đó, việc triển khai phần mềm công nghệ hay phần mềm quản lý ngân hàng sẽ giúp các hoạt động tại các phòng ban, bộ phận diễn ra khoa học, nhanh chóng giúp nhà quản lý nắm bắt mọi thông tin về tình hình hoạt động, hiệu quả công việc và sự phát triển của ngân hàng.
- Bên cạnh đó, việc ứng dụng công nghệ còn giúp ngân hàng đồng bộ hóa nguồn dữ liệu và cập nhật thông tin theo thời gian thực nhanh chóng, chính xác cùng các báo cáo sẽ giúp ngân hàng kiểm soát tình trạng ngân hàng và đưa ra quyết định nhanh chóng, tăng khả năng cạnh tranh cho các ngân hàng.
- Ngân hàng số còn cho phép các ngân hàng thu hút được nguồn nhân lực chất lượng cao. Ứng dụng công nghệ trong cải tiến hoạt động vận hành sẽ giúp ngân hàng trở thành những nhà tuyển dụng năng động, sáng tạo, dần xóa bỏ quan niệm

ngành ngân hàng là một nghề gắn liền với công việc sổ sách, giấy tờ nhàm chán. Các công nghệ hiện đại có thể giúp ngân hàng tự động hóa rất nhiều khâu từ khâu lập kế hoạch nhân sự, tạo đề xuất tuyển dụng, đăng tin trên website tuyển dụng, đến thu thập hồ sơ ứng tuyển tự động từ các trang tin tuyển dụng, hẹn phỏng vấn và ra thư mời nhận việc. Ngoài ra, công nghệ còn giúp ngân hàng có thể lưu trữ thông tin của người lao động một cách rõ ràng, được sàng lọc và sắp xếp khoa học, phù hợp đến từng chức danh, phạm vi công việc.

- Tăng cường sử dụng công nghệ trong quá trình cung cấp sản phẩm cho khách hàng còn giúp thúc đẩy sự tham gia của khách hàng quá trình cung cấp dịch vụ, giúp ngân hàng nâng cao được chất lượng dịch vụ, giá trị cảm nhận, khả năng sử dụng được cảm nhận nhiều hơn và khách hàng nhận thức được các rủi ro có liên quan từ đó gia tăng được sự hài lòng của khách hàng, đáp ứng các yêu cầu thay đổi ngày càng cao của khách hàng và thị trường, từ đó giúp ngân hàng tăng trưởng về cơ sở khách hàng.
- Ngân hàng số còn giúp ngân hàng tiếp cận được các đối tượng khách hàng và các doanh nghiệp nhỏ ở vùng sâu vùng xa một cách thuận lợi với chi phí hợp lý nhất. Việc tốn nhiều chi phí để mở phòng giao dịch ở vùng sâu vùng xa có thể dẫn đến việc mở rộng kinh doanh không khả thi thì các ứng dụng hiện đại của ngân hàng số sẽ giúp ngân hàng giải quyết được vấn đề này.

### **3. Rủi ro trong việc ứng dụng công nghệ trong hoạt động ngân hàng**

Bên cạnh những lợi ích công nghệ hiện đại đem lại cho ngân hàng, hoạt động của ngân hàng cũng đối mặt với những rủi ro gia tăng, trong đó 2 rủi ro quan trọng nhất là sự thay đổi mô hình kinh doanh và rủi ro về an ninh mạng.

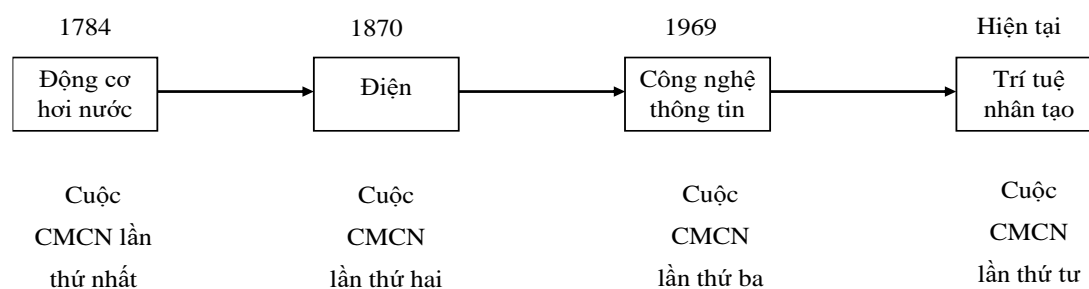
- Rủi ro về sự thay đổi mô hình kinh doanh, mô hình quản trị. Việc ứng dụng công nghệ không đồng đều giữa các ngân hàng sẽ dẫn đến sự chênh lệch trong hiệu quả quản trị và hiệu quả kinh doanh. Từ đó tác động đến tính cạnh tranh của ngân hàng.
- Rủi ro về an ninh bảo mật và tội phạm công nghệ cao. Sự phát triển ngày hiện đại của công nghệ số kéo theo sự gia tăng những lỗ hổng bảo mật, tạo điều kiện cho tội phạm công nghệ cao tấn công.

## 4. Xu hướng phát triển ngân hàng số trên thế giới

### 4.1. Cuộc cách mạng công nghệ 4.0

Sự ra đời của các công nghệ hiện đại đã mang lại nhiều tiện ích cho con người và tạo nên những cuộc cách mạng lớn. Tính đến thời điểm hiện tại, thế giới đã trải qua 4 cuộc cách mạng công nghệ. Cuộc cách mạng công nghiệp đầu tiên sử dụng công suất nước và hơi nước để tự động hóa sản xuất. Thứ 2, sử dụng công suất điện để sản xuất quy mô lớn. Thứ 3, sử dụng điện tử và đổi mới dữ liệu để vi tính hóa. Hiện nay cuộc cách mạng công nghiệp lần thứ 4 đang mở rộng hơn nữa cuộc cách mạng công nghệ thứ 3, đó là cuộc cách mạng máy tính đang diễn ra từ giữa thế kỷ trước. Cuộc cách mạng công nghệ lần thứ 4 được đánh giá là sự kết hợp của những tiến bộ làm mờ các đường biên giữa các vòng tròn vật lý, máy tính và sinh học (Schwab, 2016).

#### Hình 1. Quá trình tiến triển của 4 cuộc cách mạng công nghiệp



*Nguồn: UBS (2018)*

Điểm nổi bật của cuộc cách mạng này là ứng dụng các công nghệ mới bao gồm blockchain, robot tự động và Big Data. Những công nghệ đặc trưng này đã, đang và sẽ là xu hướng ứng dụng của hệ thống ngân hàng toàn cầu, gây tác động mạnh đến hoạt động tài chính - ngân hàng - tiền tệ tại các quốc gia trên thế giới. Cuộc Cách mạng công nghiệp 4.0 đã và đang diễn ra với tốc độ nhanh, tác động đến mọi mặt trên toàn cầu. Mặc dù không nằm trong các khu vực, lĩnh vực được đánh giá là chịu ảnh hưởng mạnh mẽ nhất của cuộc Cách mạng công nghiệp 4.0, nhưng làn sóng công nghệ mới này cũng đang tạo ra những thay đổi rõ rệt trong lĩnh vực ngân hàng, đặc biệt làm thay đổi kênh phân phối và các sản phẩm dịch vụ ngân hàng truyền thống.

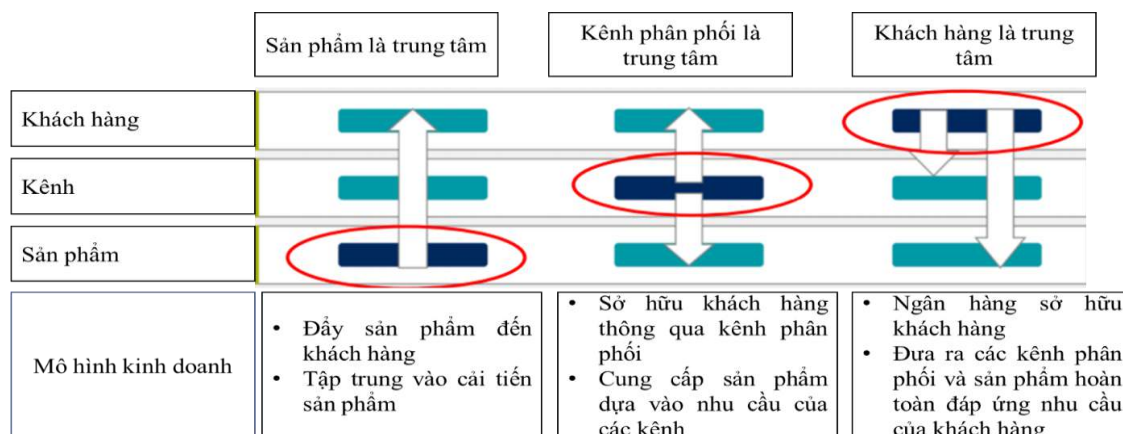
### 4.2. Xu hướng phát triển của ngân hàng số

Khi người dùng ngân hàng ngày càng trẻ hóa, ngành ngân hàng phải tạo ra các nền tảng kỹ thuật số để đáp ứng nhu cầu ngày càng cao của khách hàng. Sự thành công của các ngân hàng trên thế giới ngày nay không còn dựa trên tổng tài sản hay thương hiệu mà dựa

vào sự hài lòng của khách hàng. Xu hướng ứng dụng công nghệ vào hoạt động của ngành ngân hàng thế giới hiện tại như sau:

- Gia tăng ứng dụng Trí thông minh nhân tạo (AI) trong hoạt động ngân hàng. AI không chỉ có thể hỗ trợ đưa ra các quyết định kinh doanh tốt hơn, còn có thể cải thiện sự an toàn của người dùng trong các nền tảng kỹ thuật số. Công nghệ AI có thể theo dõi và tìm hiểu hành vi của người dùng trong nền tảng kỹ thuật số để nhận biết và cảnh báo người dùng tốt hơn khi tài khoản của họ bị cả người dùng và quan trọng hơn là tin tặc truy cập. Khi tội phạm ngày càng thông minh hơn, các phương tiện bảo mật phải được nâng cao để giữ cho ngân hàng kỹ thuật số an toàn và bảo mật.
- Dịch vụ hỗ trợ bằng giọng nói đang được nhiều ngân hàng chú trọng phát triển. Ngân hàng kỹ thuật số được tạo ra để phục vụ thế hệ người dùng trẻ, trong khi các thế hệ cũ vẫn là đối tượng chiếm tỷ trọng không nhỏ sử dụng các dịch vụ ngân hàng. Để thu hẹp khoảng cách thế hệ, ngân hàng chú trọng gia tăng các dịch vụ hỗ trợ bằng giọng nói, cho phép người dùng sử dụng các nền tảng hiện đại chỉ bằng giọng nói của họ. Điều này tạo cơ hội cho những người dùng không có nhiều tương tác với các nền tảng kỹ thuật số có thể tìm hiểu về các lựa chọn dịch vụ ngân hàng khác.
- Các ngân hàng đẩy mạnh ứng dụng nền tảng "As-a-Service", đây là các nền tảng kỹ thuật số phục vụ các doanh nghiệp hoặc khách hàng cá nhân. Khách hàng có nhu cầu sử dụng dịch vụ của ngân hàng sẽ sử dụng các phần mềm của ngân hàng để tự phục vụ. Để thực hiện thành công nền tảng công nghệ này, các ngân hàng đã đưa ra tiêu chí lấy khách hàng làm trung tâm. Trong quá trình cung cấp dịch vụ, ngân hàng căn cứ nhu cầu của khách hàng để kinh doanh, phục vụ đa kênh, bán sản phẩm phù hợp trên các kênh khách hàng yêu thích. Thiết kế và cung cấp sản phẩm dịch vụ nhằm cải tiến trải nghiệm của khách hàng. Chính sách với khách hàng được thiết kế trên cơ sở xác định quan hệ tổng thể của khách hàng với ngân hàng, không đánh giá theo từng sản phẩm, dịch vụ riêng lẻ. Nắm bắt nhu cầu của khách hàng theo thời gian, theo vòng đời của khách hàng để cung cấp các sản phẩm phù hợp. Lắng nghe và phản hồi ý kiến khách hàng (Hình 2).

**Hình 2. Mô hình kinh doanh lấy khách hàng làm trung tâm**



- Ngoài ra, sự gia nhập ngày càng nhiều và sâu rộng của các công ty Fintech, chuyển hoạt động của mảng ngân hàng từ “Big Techs” sang “Big Banks”. Các ngân hàng lớn và lâu đời như Bank of America, Wells Fargo và Chase sẽ không còn là những người chơi duy nhất trong lĩnh vực ngân hàng tại Mỹ, và tình trạng cũng diễn ra tương tự tại các quốc gia khác trên thế giới. Các công ty công nghệ lớn như Google, Amazon và Uber hiện đang cố gắng tạo dấu ấn trong ngành tài chính, tiêu biểu như Google đã thực hiện mở tài khoản séc "thông minh" trong năm 2020. Việc này đẩy các ngân hàng lớn trên thế giới phải xem xét nhiều vấn đề liên quan đến cạnh tranh, họ phải quyết định xem ai sẽ hình thành quan hệ đối tác tiềm năng và ai có thể là đối thủ cạnh tranh trong tương lai.

## 5. Thực trạng ứng dụng công nghệ vào hoạt động của hệ thống NHTM Việt Nam

Hệ thống ngân hàng Việt Nam đang trong giai đoạn đầu của quá trình số hóa. Tính đến tháng 12 năm 2020, khoảng 95% ngân hàng đã có, đang xây dựng hoặc dự tính sẽ xây dựng chiến lược chuyển đổi số, 39% ngân hàng đã phê duyệt chiến lược chuyển đổi số hoặc tích hợp trong chiến lược phát triển kinh doanh công nghệ thông tin. Có khoảng 42% ngân hàng đang xây dựng chiến lược chuyển đổi số. Trong số các ngân hàng đã có, đang xây dựng hoặc dự tính sẽ xây dựng chiến lược chuyển đổi số, 88% lựa chọn triển khai số hóa dần các kênh giao tiếp khách hàng và nghiệp vụ nội bộ. 19% có kế hoạch thiết lập thương hiệu mới và chỉ 6% ngân hàng chỉ tiến hành số hóa kênh giao tiếp khách hàng (Tú Anh, 2020). Hiện tại, các ngân hàng đang bắt đầu ứng dụng công nghệ số vào hoạt động và cung cấp cho khách hàng các dịch vụ như xác thực giọng nói, ngân hàng số

sáng tạo, chi nhánh giao dịch tự động, số hóa kênh quầy, định danh điện tử (eKYC), ngân hàng hợp kênh, ngân hàng số từ ví điện tử.

Tháng 12/2020, Ngân hàng Nhà nước ban hành Thông tư số 16/2020/TT-NHNN, trong đó bổ sung quy định về mở tài khoản thanh toán của cá nhân bằng phương thức điện tử (eKYC). Qua đó, eKYC được chính thức áp dụng từ ngày 5/3/2021, hạn mức giao dịch tối đa 100 triệu đồng/tháng. Tính đến tháng 12/2020, nhiều ngân hàng đã triển khai eKYC mở tài khoản trực tuyến như: VPBank, TPBank, VIB, Sacombank, Vietcombank... Theo báo cáo của HDBank, ngân hàng này đã có 15.000 tài khoản đã thực hiện xác thực thông tin trực tuyến, tỷ lệ giao dịch tăng trưởng 25% so với các tháng trước khi triển khai eKYC.

Việc phát triển ứng dụng ngân hàng trên nền tảng Omni-Channel (hợp kênh) giúp khách hàng kiểm soát, thực hiện các giao dịch tài chính một cách hiệu quả nhất, đồng thời cũng giúp khách hàng có thể thực hiện các giao dịch ở một kênh, tiếp tục ở một kênh khác và hoàn thành ở một kênh khác nữa. Điều này sẽ giúp khách hàng có thể thoải mái giao dịch ở bất cứ kênh nào tiện lợi với mình nhất. Hiện nay, một số ngân hàng đã ra mắt các ứng dụng trên nền tảng Omni: OCB Omni (OCB), SeAMobile (SeABank), VCB Digibank (Vietcombank)... đồng nhất kênh mobile và web với nhiều tính năng mới như chăm sóc sức khỏe tài chính cá nhân, nhắc nợ hóa đơn...

Ứng dụng Big Data vào ngân hàng giúp thu thập thông tin về khách hàng, dự đoán các hành vi trong tương lai và đưa ra quyết định thời gian thực dựa trên dữ liệu thời gian thực. Gần đây, Ngân hàng Quốc Tế (VIB) chính thức công bố là ngân hàng đầu tiên ứng dụng thành công Big Data & AI để mang đến trải nghiệm mở thẻ tín dụng hoàn toàn trực tuyến với thời gian duyệt cấp thẻ được rút ngắn kỷ lục, chưa đến 30 phút.

Bên cạnh đó, một số ngân hàng đón đầu xu hướng công nghệ bằng việc thiết lập những nền móng đầu tiên cho nền tảng Open API, đó là nền tảng giúp cho việc chia sẻ dữ liệu và xây dựng hệ sinh thái sản phẩm, dịch vụ giữa ngân hàng và các đối tác. Một số ngân hàng đã đón đầu xu thế này như Vietinbank (ngân hàng đầu tiên ở Việt Nam triển khai thử nghiệm nền tảng Open API trên nền tảng iConnect từ 2018), OCB (sự kiện Open API Challenge để gia tăng cơ hội hợp tác giữa OCB và các Fintech, start up trong và ngoài nước về Open Banking).

Việc ứng dụng công nghệ thông tin vào hoạt động của các NHTM dù chỉ ở bước đầu nhưng có sự khác biệt rất lớn giữa các ngân hàng. Dựa vào chỉ số ICT index, các NHTM có mức độ ứng dụng công nghệ thông tin vào trong hoạt động mạnh nhất, bao gồm BIDV, NamA bank, TCB, TienPhong Bank, MBB, Baoviet bank, ABB. Trong đó, có thể thấy rằng BIDV và NamA bank là 2 ngân hàng mạnh nhất trong hệ thống ứng dụng công nghệ

số. 3 ngân hàng có mức độ ứng dụng công nghệ số thấp hơn và chậm hơn so với các ngân hàng còn lại là VPSB, OCB và GPbank.

**Bảng 2. Bảng xếp hạng ứng dụng công nghệ thông tin vào hoạt động ngân hàng của một số NHTM Việt Nam**

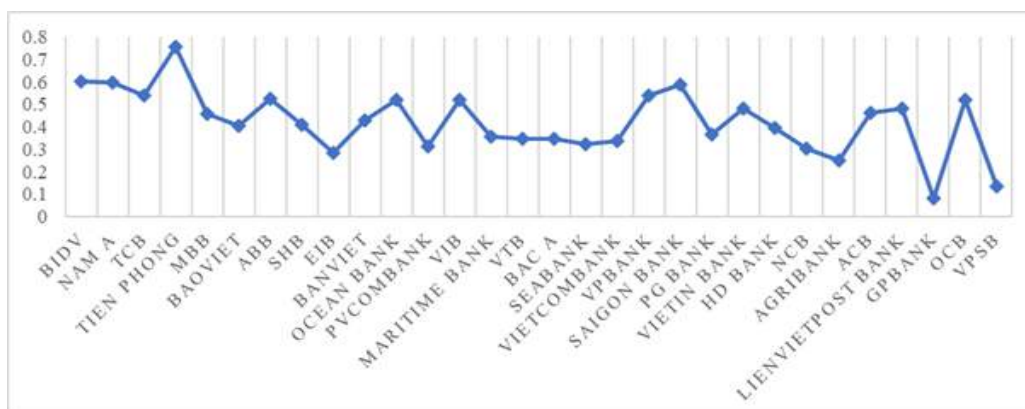
STT	Tên ngân hàng	2019	2018	2017
1	BIDV	1	1	1
2	NAMA	2	2	2
3	TCB	3	3	8
4	TIEN PHONG	4		
5	MBB	5	7	4
6	BAOVIET	6	15	13
7	ABB	7	20	12
8	SHB	8	11	9
9	EIB	9	28	30
10	BANVIET	10	13	23
11	OCEAN BANK	11	25	28
12	PVCOMBANK	12	21	24
13	VIB	13	16	11
14	MARITIME BANK	14	18	
15	VTB	15	22	17
16	BAC A	16	14	19
17	SEABANK	17	27	25
18	VIET COMBANK	18	19	15
19	VPBANK	19	6	21
20	SAIGON BANK	20	8	3
21	PG BANK	21	17	18
22	VIET IN BANK	22	10	5
23	HD BANK	23	9	6
24	NCB	24	29	31
25	AGRIBANK	25	26	27
26	ACB	26	12	10
27	LIENVIETPOST BANK	27		
28	GPBANK	28	30	32
29	OCB	29	31	20
30	VPSB	30		

*Nguồn: Bộ Thông Tin và Truyền Thông (2019)*

Để đẩy mạnh công nghệ số vào hoạt động, cơ sở hạ tầng kỹ thuật là một trong những yếu tố rất quan trọng. Tuy nhiên, điều kiện về kỹ thuật của các ngân hàng hiện nay rất khác biệt. Theo thông tin về xếp hạng chỉ số hạ tầng kỹ thuật trong Hình 1, TienPhongbank là ngân hàng có chỉ số hạ tầng kỹ thuật cao nhất, OCB và Saigonbank là 2 ngân hàng có chỉ số hạ tầng xếp thứ hạng tiếp theo. Trong khi đó, nhiều ngân hàng có

chỉ số hạ tầng kỹ thuật ở mức rất thấp như GPbank, EIB, Agribank. Từ các chỉ số này, có thể nhận diện những ngân hàng đang và đã sẵn sàng cho việc chuyển đổi số và theo dữ liệu của Hình 3, có khoảng một nửa các ngân hàng đang sẵn sàng cho việc chuyển đổi số thông qua nâng cấp, trang bị hạ tầng kỹ thuật.

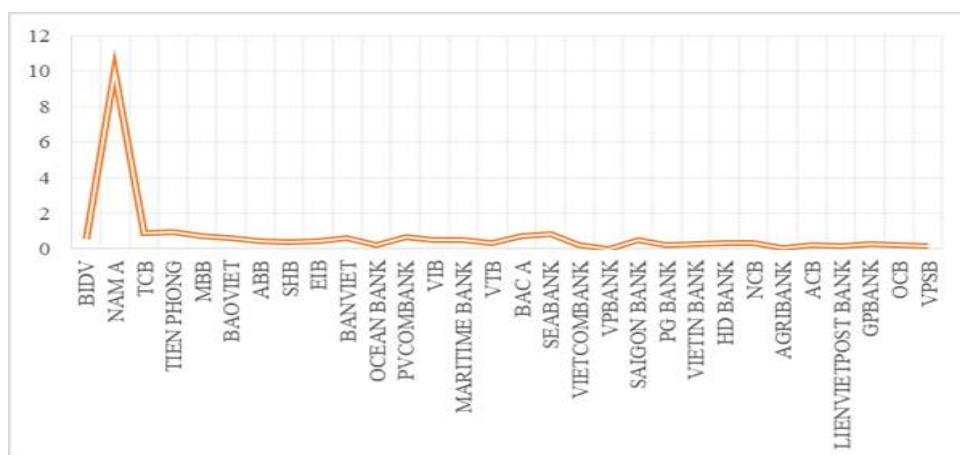
**Hình 3. Bảng xếp hạng chỉ số hạ tầng kỹ thuật của một số NHTM Việt Nam năm 2019**



*Nguồn: Bộ Thông Tin và Truyền Thông (2019)*

Nguồn nhân lực cũng là một trong những nền tảng giúp quá trình số hóa thành công. Theo dữ liệu trong Hình 4, chỉ số hạ tầng nguồn nhân lực của các ngân hàng nhìn chung rất thấp và số điểm của chỉ tiêu này ở các ngân hàng nhìn chung không chênh lệch nhau nhiều ngoại trừ Ngân hàng Nam Á.

**Hình 4. Bảng xếp hạng chỉ số hạ tầng nhân lực của một số NHTM Việt Nam năm 2019**



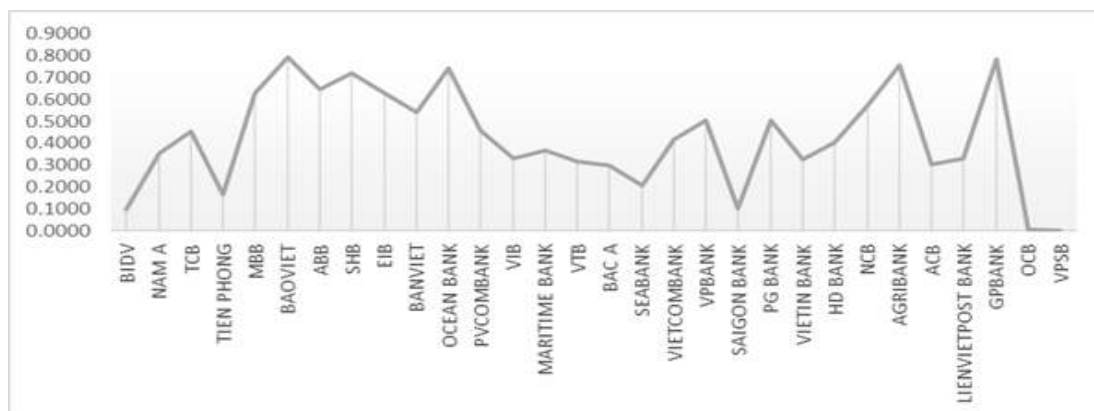
*Nguồn: Bộ Thông Tin và Truyền Thông (2019)*

Chỉ số ứng dụng nội bộ của ngân hàng là chỉ số thứ 3 của chỉ số ITC index, có sự chênh lệch lớn giữa các ngân hàng. Ngân hàng TienPhong, Saigonbank, OCB là 3 ngân hàng có chỉ số ứng dụng nội bộ thấp nhất, cho thấy việc ứng dụng công nghệ vào quản lý



nội bộ chưa nhiều, chủ yếu thực hiện bằng phương pháp thủ công. Trong khi đó, GPbank, Oceanbank, Bavietbank có chỉ số này rất cao, cho thấy các quy trình quản lý nội bộ được xử lý bằng công nghệ đã được đẩy mạnh.

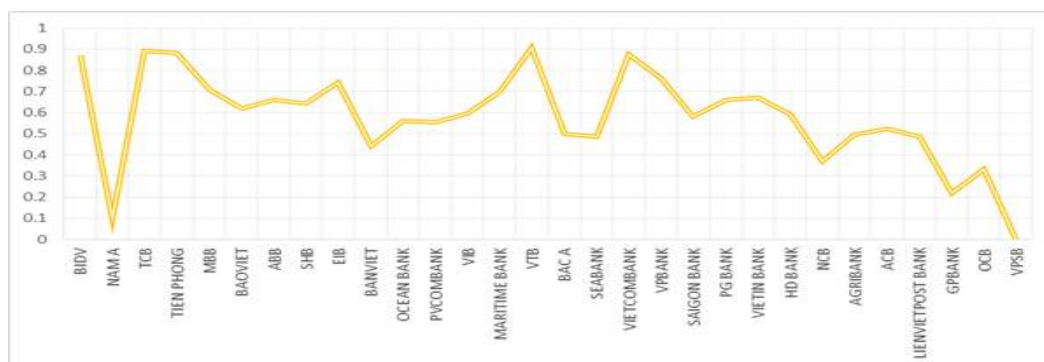
**Hình 5. Bảng xếp hạng chỉ số ứng dụng nội bộ ngân hàng của một số NHTM Việt Nam năm 2019**



*Nguồn: Bộ Thông Tin và Truyền Thông (2019)*

Đối với việc ứng dụng công nghệ các dịch vụ cung cấp cho khách hàng, dữ liệu trong Hình 5 cho thấy có sự chênh lệch giữa các ngân hàng. Trong đó, TCB, TienPhongbank, VTB, Vietcombank, VPbank, BIDV là những ngân hàng ứng dụng mạnh nhất. Các ngân hàng như GPbank, NCB, NamAbank, Baviet bank ứng dụng rất thấp.

**Hình 6. Bảng xếp hạng chỉ số dịch vụ trực tuyến của một số NHTM Việt Nam năm 2019**



*Nguồn: Bộ Thông Tin và Truyền Thông (2019)*

Mặc dù việc ứng dụng công nghệ thông tin của một số ngân hàng cao hơn các ngân hàng khác, nhưng hầu hết các ngân hàng này chỉ dừng ở một số sản phẩm cơ bản như thanh toán, huy động tiền gửi và một phần của sản phẩm cho vay. Khi đại dịch COVID-19, các sản phẩm này càng được đẩy mạnh, khiến hoạt động ngân hàng bán lẻ xuất hiện các xu hướng phát triển khá rõ rệt, các ngân hàng tập trung phát triển mảng bán lẻ dựa

trên nền tảng ứng dụng công nghệ số, chú trọng đáp ứng nhu cầu và trải nghiệm cho khách hàng theo hướng tăng cường cá nhân hóa, đa dạng hóa lựa chọn của khách hàng.

## **6. Cơ hội và thách thức trong ứng dụng công nghệ số vào hoạt động của ngân hàng**

### **6.1. Cơ hội**

Sự tiến bộ vượt bậc trong lĩnh vực công nghệ đã giúp ngân hàng có cơ hội nhiều hơn trong việc ứng dụng công nghệ hiện đại. Đặc biệt, ngành ngân hàng Việt Nam đang ở giai đoạn đầu của tiến trình số hóa, cơ hội đón đầu những công nghệ hiện đại sẽ tốt hơn.

Số lượng người dân chưa tiếp cận được dịch vụ ngân hàng tại Việt Nam còn khá lớn. Nhiều người dân ở các vùng nông thôn chưa có cơ hội tiếp cận các dịch vụ thanh toán điện tử, chưa có tài khoản ngân hàng. Hầu hết phương tiện thanh toán hiện đại tập trung ở các thành phố lớn Chính vì vậy, đây là những khách hàng tiềm năng của ngân hàng số.

Với khoảng 130 triệu thuê bao điện thoại di động trên toàn quốc, hơn 50% người dân sử dụng internet, cùng với sự phát triển mạnh mẽ của mô hình cửa hàng tiện lợi, siêu thị đang phát triển rầm rộ và dần chiếm thị phần ngày càng lớn thay thế cho hình thức mua sắm truyền thống cũng là cơ hội cho các ngân hàng tiến sâu quá trình số hóa.

Đại dịch Covid 19 xảy ra có tác động mạnh đến hoạt động kinh tế của các quốc gia theo chiều hướng tiêu cực nhưng đối với một số mảng hoạt động ngân hàng, đây lại là cơ hội để phát triển, đặc biệt là các hoạt động có thể ứng dụng công nghệ số như thanh toán trực tuyến, huy động vốn hoặc cho vay trực tuyến. Sự kéo dài của đại dịch cũng đã làm thay đổi mạnh mẽ tâm lý, hành vi tiêu dùng. Người tiêu dùng có xu hướng đẩy mạnh sử dụng công nghệ số so với trước đây vì những tiện ích công nghệ này mang lại. Bên cạnh đó, đối với các quan điểm phản đối tương tác điện tử, đại dịch COVID-19 toàn cầu đã tạo ra cơ hội chuyển đổi quan điểm của nhóm người này sang chấp nhận sử dụng các ứng dụng ngân hàng số như một thói quen bình thường mới.

### **6.2. Thách thức**

Khi khách hàng đã bắt đầu sử dụng các dịch vụ của ngân hàng số, các ngân hàng sẽ đối mặt với nhiều thách thức hơn trong việc cung ứng dịch vụ. Mức độ thâm nhập của internet và sự sẵn có của nhiều dịch vụ đa dạng trên điện thoại di động càng tăng sẽ thay đổi cách khách hàng muốn sử dụng dịch vụ ngân hàng với các tiện ích ngày càng cao hơn. Khách hàng sử dụng kênh số đòi hỏi trải nghiệm vượt trội thông qua đáp ứng nhu cầu ngay lập tức, nhất quán và đồng nhất kênh, yêu cầu giao dịch một cửa cũng sẽ tăng cao. Những vấn đề này sẽ đặt ra cho các ngân hàng những bài toán khó giải hơn, không chỉ ứng dụng công nghệ mà quy trình quản trị ngân hàng cũng phải hoàn thiện hơn mới gia tăng được tính cạnh tranh.

Quá trình chuyển đổi số yêu cầu các ngân hàng phải hợp tác với các công ty công nghệ như Fintech, Bigtech để thu hút khách hàng mới, thay đổi trải nghiệm, nâng cao hành trình khách hàng, dịch vụ tốt hơn và tự động hóa tốt hơn, tối ưu nguồn lực và chi phí vận hành. Như vậy, ngân hàng sẽ đối mặt với việc chia sẻ lợi nhuận và cơ sở khách hàng với các công ty này.

Nhu cầu của khách hàng cùng với các ứng dụng công nghệ đã tạo ra các mô hình kinh doanh mới. Cả ngân hàng truyền thống và ngân hàng mới đều đang bắt tay vào hành trình chuyển đổi để có thể cung cấp trải nghiệm số hóa toàn diện, trở thành sàn giao dịch với đa dạng các dịch vụ và sản phẩm, cung cấp giải pháp kinh doanh, không chỉ đơn thuần là dịch vụ ngân hàng. Điều này đòi hỏi ngân hàng phải thay đổi tư duy quản trị và có kinh nghiệm nhiều hơn trong hoạt động kinh doanh.

Sự thay đổi hành vi của khách hàng, công nghệ mới nổi và thay đổi mô hình kinh doanh đang phát sinh các vấn đề liên quan đến quy định pháp luật về giao dịch điện tử, chữ ký điện tử, hợp đồng điện tử, các vấn đề về định danh và xác thực, các cơ chế và quy định về chia sẻ dữ liệu.

Cơ sở hạ tầng cũng đòi hỏi hạ tầng số đồng bộ, tập trung, chuẩn kỹ thuật kết nối, chuẩn dữ liệu, cơ sở dữ liệu dùng chung, hạ tầng an ninh, bảo mật. Xu hướng gia tăng tội phạm công nghệ cao với nhiều thủ đoạn mới và ngày càng tinh vi càng đẩy hoạt động ngân hàng số gặp nhiều khó khăn hơn.

Bên cạnh đó, nguồn nhân lực cũng là một trong những thách thức của các ngân hàng đang chuyển đổi số. Đây lĩnh vực còn khá mới mẻ tại thị trường Việt Nam, nguồn nhân lực liên quan đến lĩnh vực công nghệ, số hóa... không nhiều nhưng lại rất dễ nhảy việc, các ngân hàng không chỉ cạnh tranh với nhau về nhân sự, còn bị cạnh tranh bởi các công ty fintech. Các công ty này sẵn sàng trả lương cao hơn để lôi kéo nhân sự khi nhu cầu thị trường cao mà nguồn nhân lực hiện tại chưa đáp ứng được. Chính vì vậy, nguồn nhân lực chủ yếu được tuyển dụng từ các ngân hàng truyền thống với chuyên môn tài chính ngân hàng hoặc từ các công ty công nghệ, chất lượng chưa đáp ứng yêu cầu.

Mức độ đa dạng hóa loại hình dịch vụ trong ngành ngân hàng vốn dĩ đã không cao, chủ yếu tập trung cung ứng các dịch vụ ngân hàng truyền thống là huy động vốn, cho vay và thanh toán. Một số dịch vụ mới với nhiều tiện ích còn khó triển khai do nhiều lý do, như hạn chế về hạ tầng kỹ thuật công nghệ, nhận thức của người dùng, năng lực tài chính của NHTM, nguồn nhân lực chưa đáp ứng.

## **7. Đề xuất khuyến nghị, giải pháp cho việc ứng dụng công nghệ vào hoạt động cho hệ thống NHTM Việt Nam**

### **7.1. Khuyến nghị cho các cơ quan quản lý**

Trước cuộc Cách mạng công nghệ 4.0, Việt Nam cũng đã có sự chuẩn bị nhất định, cụ thể là Chỉ thị 01/CT-TTg về thúc đẩy phát triển doanh nghiệp công nghệ số Việt Nam đã được Chính phủ ban hành. Tuy nhiên, để việc ứng dụng công nghệ vào hoạt động của các ngân hàng thành công, cần có sự hỗ trợ của các cơ quan quản lý. Cụ thể như sau:

- Đối với Chính phủ: tạo điều kiện thuận lợi cho ngành ngân hàng trong việc đẩy mạnh ứng dụng công nghệ vào hoạt động. Khi các ngân hàng đồng thời đẩy mạnh hoạt động ngân hàng số, khối dữ liệu của ngành sẽ rất lớn, đòi hỏi các ngân hàng phải cải tiến việc lưu trữ dữ liệu. Trong khi đó, các ngân hàng chỉ có thể cải tiến công nghệ, về mặt hạ tầng băng thông thì ngoài tầm xử lý của các ngân hàng nói riêng và ngành ngân hàng nói chung. Vì vậy, cần có sự chỉ đạo và các giải pháp của Chính phủ cho vấn đề này.
- Đối với Bộ Thông tin Truyền thông: trước Chỉ thị 01/CT-TTg về thúc đẩy phát triển doanh nghiệp công nghệ số Việt Nam, tất cả doanh nghiệp trong nền kinh tế sẽ tiến tới việc chuyển đổi số. Xu hướng này dẫn đến khối lượng dữ liệu khổng lồ trong nền kinh tế cần được lưu trữ. Do đó, Bộ Thông tin - Truyền thông cần có kế hoạch triển khai việc thực hiện đồng bộ với các doanh nghiệp, chú trọng đến giải pháp hạ tầng băng thông rộng.
- Đối với Ngân hàng Nhà nước: Để thúc đẩy việc ứng dụng công nghệ vào hoạt động ngân hàng, Ngân hàng Nhà nước đã ban hành Kế hoạch hành động triển khai thực hiện Chỉ thị 01/CT-TTg về thúc đẩy phát triển doanh nghiệp công nghệ số Việt Nam. Mục tiêu của Kế hoạch nhằm tạo môi trường pháp lý thuận lợi, hoàn thiện khuôn khổ chính sách nhằm thúc đẩy chuyển đổi số trong ngành ngân hàng, đẩy mạnh nghiên cứu, ứng dụng công nghệ và phát triển đa dạng các sản phẩm, dịch vụ ngân hàng số. Để việc thực hiện đạt hiệu quả, cần xây dựng lộ trình rõ ràng cho các ngân hàng thực hiện và hướng dẫn việc thực hiện theo thực tế tình hình tại Việt Nam. Bên cạnh đó, trong thời gian tới các ngân hàng cần chú trọng đến việc hỗ trợ việc xây dựng, triển khai công tác thông tin. Đây là nền tảng quan trọng để phát triển công nghệ số.

### **7.2. Giải pháp đối với các ngân hàng thương mại**

Đối với các ngân hàng thương mại, để đạt được hiệu quả trong quá trình số hóa, cần chú trọng đến 2 vấn đề bao gồm chiến lược số hóa và phát triển nguồn nhân lực. Như vậy, từng ngân hàng cần xây dựng chiến lược số hóa, lấy khách hàng làm trung tâm. Để thực hiện được điều này, hệ thống ngân hàng thương mại cần phải:

- Đa dạng hóa các kênh phân phối nhằm giúp khách hàng dễ tiếp cận với các dịch vụ của ngân hàng. Thực hiện số kênh quầy nhằm thúc đẩy thói quen tự phục vụ và mang lại không gian giao dịch hiện đại cho khách hàng. Tăng cường kết nối giữa các kênh, đảm bảo trải nghiệm đồng nhất (omni-Channel). Cho phép khách hàng chọn sản phẩm phù hợp trên kênh yêu thích. Thận trọng khi phát triển kênh truyền thống.
- Tự động hóa quy trình giao dịch nhằm rút ngắn thời gian ra quyết định và tiết kiệm chi phí. Xây dựng mới quy trình tự động. Số hóa quy trình hiện tại, thực hiện tự động hóa việc triển khai sản phẩm mới. Từng bước áp dụng các quy trình tự động với khách hàng, nội bộ, quản lý rủi ro, tác nghiệp.
- Tăng cường đổi mới sáng tạo. Ứng dụng các công nghệ hiện đại cho số hóa và sáng tạo sản phẩm như blockchain, AI, internet vạn vật... Ưu tiên sản phẩm sáng tạo cạnh tranh trên thị trường. Chuyển dịch các phẩm truyền thống lên kênh số. Phát triển sản phẩm phù hợp phân đoạn khách hàng.
- Chú trọng khâu phân tích dữ liệu. Nghiên cứu các giải pháp công cụ phân tích dữ liệu lớn, hình thành bộ phận phân tích kinh doanh. Xây dựng các mô hình phân tích dữ liệu phục vụ marketing và kinh doanh.
- Trong bối cảnh gian lận giao dịch điện tử gia tăng đáng kể. Các ngân hàng cần quản lý các rủi ro bị đánh cắp tài khoản, gian lận giao dịch, tội phạm công nghệ bằng cách cập nhật những cấp độ mạng và bảo mật đầy đủ, thực hiện bảo mật phần cứng, đưa ra các giải pháp liên quan đến quy định về mật khẩu và quản lý đặc quyền người dùng. Để mang lại hiệu quả đối với nhóm giải pháp này, cần có sự hợp tác hoặc hỗ trợ của các công ty Fintech.

Ngoài ra, để thành công trong quá trình số hóa, nguồn nhân lực là yếu tố quan trọng các ngân hàng cần quan tâm. Chính vì vậy, các ngân hàng cần nghiên cứu mô hình kinh doanh, cơ cấu tổ chức, cơ cấu lao động phù hợp với lộ trình, định hướng triển khai ngân hàng số. Cuộc sống hiện đại đã làm thay đổi tư duy của người lao động, lương đã không còn là mối quan tâm hàng đầu. Yếu tố gắn bó của người lao động với ngân hàng là đánh giá đúng tầm quan trọng của việc xây dựng văn hóa doanh nghiệp, cũng như có kế hoạch phát triển nhân lực dài hạn, đưa ra những chính sách đãi ngộ hợp lý để giữ chân người tài, thay vì chỉ tập trung vào khâu tuyển dụng đầu vào như hiện nay.

### Tài liệu tham khảo

- Bộ Thông Tin và Truyền Thông (2019), báo cáo Chỉ số sẵn sàng cho Phát triển và ứng dụng công nghệ thông tin và truyền thông Việt Nam năm 2019.
- Hải Yên (2021). Ngân hàng số vào 'cuộc đua' giành thị phần. Thông tấn xã Việt Nam. <https://baotintuc.vn/thi-truong-tai-chinh/ngan-hang-so-vao-cuoc-dua-gianh-thi-phan-20210310155519991.htm>, truy cập ngày 23/3/2021
- Lê Duy Khánh (2019), Ứng dụng công nghệ thông tin trong ngân hàng thương mại Việt Nam. Tạp Chí Ngân Hàng, <http://tapchinganhang.com.vn/ung-dung-cong-nghe-thong-tin-trong-ngan-hang-thuong-mai-viet-nam.htm>, truy cập ngày 22/03/2021.
- Okiro, K., & Ndungu, J. (2013). The impact of mobile and internet banking on performance of financial institutions in Kenya. *European Scientific Journal*, 9(13).
- Githuku, G. W., & Njuguna, R. K. (2018). EFFECTS OF ONLINE NTERACTIVITY ON CUSTOMER RELATIONSHIP IN THE BANKING INDUSTRY IN KENYA. *International Journal of Sales, Retailing & Marketing*, 7(1).
- Pshenichnikov, V.V. 2018. Influence of Financial Technologies on Changing the Model of Customer Banking Services. *Theory and Practice of Service: Economics, Social sphere, Technology*, 1(35), 48-52.
- Raskin, M., & Yermack, D. (2016). Digital currencies, decentralized ledgers, and the future of central banking (No. w22238). National Bureau of Economic Research.
- Singh, S. (2017). Factors affecting consumer adoption of internet banking in India: empirical study (Doctoral dissertation, Aligarh Muslim University).
- Schwab, K. 2016. The Fourth Industrial Revolution: what it means, how to respond. Available: World Economic Forum <https://www.weforum.org/agenda/2016/01/the-fourth-industrial-revolution-what-itmeans-and-how-to-respond/>. Accessed 11 June 2019
- Stanley Fuller, D., Buote, R., & K. (2017). A glossary for big data in population and public health: discussion and commentary on terminology and research methods. *J Epidemiol Community Health*, 71(11), 1113-1117.
- UBS. 2018. The evolution of artificial intelligence. Available: <https://www.ubs.com/microsites/artificial-intelligence/en/new-dawn.html>. Accessed 12 June 2019

## 62.

# TÀI CHÍNH PHI TẬP TRUNG SẼ THAY THẾ DÀN HOẠT ĐỘNG CỦA NGÂN HÀNG TRUYỀN THỐNG?

Nguyễn Thành Đông\*

### Tóm tắt

Sự phát triển của công nghệ blockchain đã tạo ra những thay đổi quan trọng trong hoạt động tài chính toàn cầu. Từ những ý tưởng ban đầu tạo ra sổ cái phi tập trung và được nắm giữ giữa các cá nhân để đảm bảo tính minh bạch của thông tin đến sự lớn mạnh của mạng lưới blockchain 2.0 cùng hợp đồng thông minh, đã tạo ra vô số ứng dụng cần thiết cho cuộc sống. Một trong số đó là các ứng dụng dành cho ngành tài chính hiện đại trong thời đại 4.0. Blockchain giờ đây không chỉ phục việc chuyển tiền mà còn có thể hoạt động như một bộ phận thu nhỏ của ngân hàng thương mại (nhận tiền gửi, trả lãi, thế chấp tài sản, cho vay, trao đổi tiền...). Năm 2017 là khởi đầu của phong trào DEFI (Decentralized Finance) với những cái tên khá quen thuộc như Blockfi, AAVE, Maker, Compound, Uniswap... đến nay tổng số tiền giữ lại trên tất cả hệ thống DEFI đã lên con số 50 tỷ USD. Đây là bước tiến quan trọng trong việc hình thành một ngân hàng hoàn toàn phi tập trung, không phụ thuộc vào bất cứ tổ chức nào. Bài viết sẽ tập trung vào làm rõ mạng lưới blockchain, cách thức hoạt động của DEFI và những lợi ích, tiềm năng, xu hướng phát triển cũng như những nguy cơ tiềm ẩn về việc DEFI sẽ thay thế dần hoạt động của ngân hàng truyền thống.

**Từ khóa:** DEFI, blockchain, tài chính phi tập trung.

### 1. Giới thiệu

#### Lý do nghiên cứu

Blockchain đã tạo ra những thay đổi quan trọng trong hoạt động tài chính toàn cầu. Blockchain giờ đây không chỉ phục việc chuyển tiền còn có thể hoạt động như một bộ phận thu nhỏ của ngân hàng thương mại (nhận tiền gửi, trả lãi, thế chấp tài sản, cho vay, trao đổi tiền...). Năm 2017 là khởi đầu của phong trào DEFI (Decentralized Finance) với

---

\*Trường Cao Đẳng Công Thương TP. HCM | Email liên hệ: [dong405@gmail.com](mailto:dong405@gmail.com)

những cái tên khá quen thuộc như Blockfi, AAVE, Maker, Compound, Uniswap... đến nay tổng số tiền giữ lại trên tất cả hệ thống DEFI đã lên con số 50 tỷ USD. Đây là bước tiến quan trọng trong việc hình thành một ngân hàng hoàn toàn phi tập trung, không phụ thuộc vào bất cứ tổ chức nào.

Các quỹ đầu tư ETF chính thức được thành lập tại Canada cũng như việc sàn tiền ảo Coinbase chính thức niêm yết trên sàn chứng khoán Mỹ, đã đánh dấu sự lớn mạnh của blockchain và tiền mã hóa đang ngày càng được sự chấp nhận của các nhà đầu tư cũng như chính phủ các nước.

Từ đó, các giao thức DEFI cũng dần dần được chấp nhận rộng rãi, rủi ro được kiểm soát và trở thành nơi thu hút hoạt động gửi tiền, vay tiền trong thực tế cuộc sống.

Đón đầu xu hướng chuyển mình mạnh mẽ đó, tác giả bài viết đã tìm hiểu các giao thức DEFI như AAVE, Compound, Maker... để đánh giá ưu nhược điểm cũng như khả năng phát triển các giao thức này trong việc cạnh tranh với ngân hàng truyền thống.

### **Mục tiêu nghiên cứu**

Bài viết sẽ tập trung vào làm rõ mạng lưới blockchain, cách thức hoạt động của DEFI và những lợi ích, khiếm khuyết, xu hướng phát triển cũng như những nguy cơ tiềm ẩn về việc DEFI sẽ thay thế dần hoạt động của ngân hàng truyền thống trong việc thu hút nguồn tiền nhàn rỗi và cho vay.

Sử dụng, trải nghiệm hệ thống DEFI trên giao thức AAVE, đánh giá các cách thức tính giá trị tài sản thế chấp, ngưỡng thanh lý, các ưu khuyết điểm của hệ thống này.

### **Ý nghĩa của bài viết**

Cung cấp thông tin về công nghệ blockchain hiện đại trong thời cách mạng công nghiệp 4.0 đang bùng nổ. Đưa ra những nhận định về xu hướng tiếp theo mà hệ thống tài chính phi tập trung có thể cạnh tranh với ngân hàng truyền thống cũng như những giải pháp để hệ thống DEFI hoàn thiện hơn.

## **2. Blockchain là gì?**

Theo Melanie Swan (2015) “Blockchain là sổ cái công khai của tất cả các giao dịch Bitcoin đã thực hiện. Blockchain liên tục phát triển khi các thợ đào thêm các khối mới (sau mỗi 10 phút) để ghi lại các giao dịch gần nhất. Các khối được thêm vào blockchain theo thứ tự thời gian. Mỗi nốt mạng (node, là máy tính được kết nối với mạng Bitcoin thực hiện nhiệm vụ xác thực và chuyển tiếp các giao dịch) có một bản sao của chuỗi khối, được tải xuống tự động khi thợ đào tham gia vào mạng Bitcoin. Chuỗi khối có thông tin đầy đủ về địa chỉ và số dư từ khối gốc (giao dịch đầu tiên từng được thực hiện) đến khối



hoàn thành gần nhất. Blockchain như một sổ cái công khai có nghĩa là dễ dàng truy vấn từ bất kỳ trình xem chuỗi khối nào (chẳng hạn như <https://blockchain.info/>) cho các giao dịch được liên kết với một địa chỉ Bitcoin cụ thể.

Người dùng có thể tin tưởng vào hệ thống sổ cái công khai được lưu trữ trên toàn thế giới ở nhiều nốt mạng phi tập trung khác nhau và duy trì bởi “các kế toán thợ đào” (“miner accountants”), thay vì phải thiết lập và duy trì niềm tin với đối tác giao dịch hoặc bên trung gian thứ ba (như ngân hàng). Blockchain tạo nên cấu trúc cho một hệ thống giao dịch phi tập trung là sự đổi mới quan trọng trong công nghệ. Blockchain cho phép giảm các bên trung gian và phân quyền cho tất cả các giao dịch trên cơ sở toàn cầu.

Như vậy, điểm nổi bật nhất của blockchain chính là việc dữ liệu được lưu trữ phi tập trung tại các máy tính khác nhau (máy node). Chính vì vậy dữ liệu một khi đã ghi nhận thì không thể nào thay đổi được. Quan trọng hơn là tất cả dữ liệu giao dịch này sẽ hoàn toàn công khai trên mạng lưới của blockchain. Tất cả mọi người đều có thể nhìn thấy chi tiết từng giao dịch về địa chỉ ví, số tiền giao dịch, chi phí giao dịch...

Điều này cực kỳ hữu ích trong hoạt động tài chính và kế toán. Bởi mỗi tài khoản không thể chỉ không số tiền mình đang có, cũng như không thể làm giả giao dịch, làm giả chứng từ liên quan đến từng nghiệp vụ. Các cá nhân, nhà đầu tư, ngân hàng, cơ quan thuế sẽ rất quan tâm đến vấn đề này bởi họ cần tính minh bạch của thông tin. Sự ra đời của blockchain đã tạo nên một nền tảng tuyệt vời cho nền tài chính hiện đại với triết lý phi tập trung (dữ liệu lưu trữ tại nhiều nơi) và minh bạch (tất cả mọi người đều có thể xem được chi tiết giao dịch).

### **3. Blockchain 2.0 chính thức tạo bộ phận cho sự bùng nổ hoạt động tài chính phi tập trung**

Nếu blockchain chỉ dừng lại ở phiên bản 1.0 như blockchain của bitcoin thì chỉ giải quyết được vấn đề duy nhất là chuyển tiền qua lại giữa các cá nhân tổ chức. Chính vì vậy phiên 2.0 đã ra đời để các lập trình viên có thể tạo ra các hợp đồng thông minh (smart contract) chạy trên mạng lưới blockchain và thực hiện được nhiều ý tưởng thực tế trong cuộc sống hơn.

Ý tưởng chung về các hợp đồng thông minh dựa trên blockchain xuất hiện từ các cuộc thảo luận về tài sản thông minh. Trong bối cảnh blockchain, hợp đồng hoặc hợp đồng thông minh là các giao dịch vượt ra ngoài giới hạn các giao dịch mua/bán tiền tệ đơn giản và có nhiều hướng mở rộng được tích hợp vào các giao dịch này. Theo một định nghĩa chính thức hơn, hợp đồng thông minh là một phương pháp sử dụng Bitcoin để hình thành các thỏa thuận với mọi người thông qua blockchain. Hợp đồng theo nghĩa truyền thống là sự thỏa thuận giữa hai hoặc nhiều bên để làm hoặc không làm một việc gì đó để đổi

lấy một việc khác. Mỗi bên phải tin tưởng bên còn lại thực hiện nghĩa vụ của mình. Hợp đồng thông minh có cùng một loại thỏa thuận để hành động hoặc không hành động, nhưng chúng loại bỏ nhu cầu về niềm tin giữa các bên. Điều này là do một hợp đồng thông minh vừa là mã nguồn vừa được thực thi bởi mã nguồn một cách tự động, định nghĩa hợp đồng thông minh bởi Melanie Swan (2015).

Như vậy, hợp đồng thông minh đơn giản là các đoạn chương trình được viết ra và thực thi trên nền tảng Blockchain 2.0. Ethereum tiên phong trong việc tạo ra ngôn ngữ Solidity và môi trường để các lập trình viên thỏa sức sáng tạo các hợp đồng thông minh trên mạng lưới của mình. Hàng loạt phong trào đã nổi lên từ khi hợp đồng thông minh của Ethereum xuất hiện như các dự án ICO, IDO, IEO, STO, NFT và đỉnh cao của hợp đồng thông minh cho đến hiện tại chính là DEFI. Bất kịp xu thế biến động của thời đại 4.0, các tổ chức đã cho ra đời hoạt động tài chính mô phỏng nghiệp vụ của một ngân hàng thương mại ngay trên nền tảng blockchain: gửi tiền, nhận lãi, thế chấp, vay tiền, trả lãi, trao đổi tiền...

Nhờ sự tiện lợi, nền tảng mở và ngôn ngữ Solidity thân thiện cùng hàng loạt mạng lưới thử nghiệm của Ethereum như: Ropsten, Kovan, Rinkeby, Goerli đã giúp các lập trình viên tạo ra các hợp đồng thông minh về tài chính và đưa lên mạng lưới Mainnet của Ethereum. Khởi phát phong trào DEFI từ năm 2017, đến nay tổng số tiền lưu trữ trong toàn bộ hệ thống đã lên đến 50 tỷ USD (theo số liệu từ website: <https://defipulse.com/>)



Nguồn: Defipulse (2021). Tổng số tiền lưu trữ trong hệ thống DEFI. <https://defipulse.com/>

Nhiều giao thức DEFI (protocol) đã thu hút được vốn từ các nhà đầu tư và duy trì thứ hạng cao như: Compound, Maker, Aave, Uniswap, Curve Finance, ....

DEFI PULSE	Name	Chain	Category	Locked (USD) ▼	1 Day %
🏆 1.	Compound	Ethereum	Lending	\$9.34B	3.44%
🥈 2.	Maker	Ethereum	Lending	\$7.87B	2.58%
🥉 3.	Aave	Ethereum	Lending	\$5.85B	3.95%
4.	Uniswap	Ethereum	DEXes	\$5.54B	6.66%
5.	Curve Finance	Ethereum	DEXes	\$4.49B	1.40%
6.	SushiSwap	Ethereum	DEXes	\$4.30B	2.36%
7.	InstaDApp	Ethereum	Lending	\$2.64B	1.00%
8.	Synthetix	Ethereum	Derivatives	\$2.31B	4.45%
9.	Balancer	Ethereum	DEXes	\$2.04B	1.27%
10.	Bancor	Ethereum	DEXes	\$1.78B	2.58%

Nguồn: Defipulse (2021). Top 10 giao thức thức DEFI trên bảng xếp hạng. <https://defipulse.com/>

#### 4. DEFI hoạt động như thế nào?

Để dễ hình dung, tác giả bài viết sẽ sử dụng giao thức thức Aave để minh họa quy trình hoạt động của DEFI. Các giao thức thức khác về cơ bản cũng giống với Aave nhưng chỉ khác về các thông số lãi suất, phần trăm thanh lý tài sản thế chấp...

##### 4.1. Giao thức Aave là gì?

“Aave là một giao thức thị trường thanh khoản phi tập trung, nơi người dùng có thể tham gia với tư cách là người gửi tiền hoặc người đi vay. Người gửi tiền cung cấp tính thanh khoản cho thị trường để tìm kiếm thu nhập thụ động, trong khi người đi vay có thể vay theo kiểu thế chấp quá mức (overcollateralised) hoặc thế chấp rất ít (undercollateralised), theo định nghĩa từ website AAVE (2021)”.

Người dùng có thể vay dựa trên hầu hết các tài sản được cung cấp; tỷ lệ thế chấp và ngưỡng thanh lý phụ thuộc vào tài sản. Lãi suất điều chỉnh theo thuật toán dựa trên cung và cầu, nhưng Aave cho phép người vay chọn tham gia và chọn không tham gia (bất kỳ lúc nào) một tỷ lệ ổn định ít thay đổi hơn. Giao thức giữ một khoản dự trữ thanh khoản để đảm bảo người dùng có thể rút tiền bất kỳ lúc nào.

Để sử dụng dịch vụ, người dùng chỉ cần gửi tài sản là số tiền ưa thích của mình. Sau khi gửi tiền, người dùng sẽ kiếm được thu nhập thụ động dựa trên nhu cầu vay vốn của

thị trường. Ngoài ra, tài sản ký gửi cho phép người dùng vay bằng cách sử dụng tài sản ký gửi của mình làm tài sản thế chấp. Bất kỳ khoản lãi nào người dùng kiếm được bằng cách gửi tiền sẽ giúp bù trừ lãi suất người dùng đi vay từ tài sản thế chấp đó.

Tiền của người dùng được phân bổ trong một hợp đồng thông minh. Mã nguồn của hợp đồng thông minh là công khai, mã nguồn mở, được xác minh chính thức và kiểm tra bởi các kiểm toán viên của bên thứ ba.

#### **4.2. Rủi ro của giao thức Aave**

Rủi ro đầu tiên của Aave là rủi ro ở chính hợp đồng thông minh. Bởi hợp đồng thông minh là đoạn chương trình chạy trên blockchain nên nếu lập trình viên không dự trù tất cả các trường hợp có thể xảy ra thì việc dính lỗi trong lúc thực thi là điều hoàn toàn không tránh khỏi. Ngôn ngữ Solidity được Ethereum phát triển còn tương đối mới nên việc tương thích chưa thật sự hoàn hảo cũng có thể gây lỗi cho các ứng dụng.

Rủi ro tiếp theo là sự biến động của giá tài sản thế chấp. Như chúng ta đều biết, giá cả của các tài sản thế chấp như ETH, BAT, LINK... biến động với biên độ lớn nên việc giá giảm nhanh và khiến khoản thế chấp bị thanh lý là điều hoàn toàn có thể dễ dàng xảy ra trong một thị trường giá xuống. Thường mức phần trăm đặt ra cho các phương thức là 30%, nghĩa là, giá tài sản thế chấp giảm từ 30% trở lên thì ngay lập tức tài sản bị thanh lý.

Rủi ro cuối cùng là ở chi phí thực hiện giao dịch. Do đa số các giao thức đều thực hiện trên blockchain của Ethereum nên chi phí giao dịch chính là chi phí thu bởi mạng lưới Ethereum. Phiên bản hiện tại của Ethereum đang quá tải do các hợp đồng thông minh phát triển với tốc độ chóng mặt trong các năm qua đã nhiều lần làm nghẽn mạng lưới (ERC-20) và chi phí giao dịch tăng hơn 10 lần đã dần khiến người dùng nhỏ lẻ từ bỏ các giao thức này.

#### **4.3. Gửi tiền và vay tiền tại Aave**

Đây là những giao dịch giống với hoạt động của ngân hàng truyền thống nhất tại Aave.

Việc gửi tiền được áp dụng đối với những đồng lớn trong thị trường tiền mã hóa (crypto currency) như ETH, BAT, LINK... và cả những đồng ổn định như USDT, USDC, TUSD... Lãi suất áp dụng là cố định hoặc thả nổi tùy theo nhu cầu của người gửi.

Việc vay tiền đòi hỏi phải có tài sản thế chấp giống với hoạt động vay tại ngân hàng. Tài sản thế chấp (collateral) ở đây là các đồng tiền mã hóa mà người dùng gửi vào.

% tài sản thế chấp được phép vay (loan to value: LTV) được xác định như sau: Giả sử LTV là 75% thì với 1 ETH thế chấp, người dùng được vay 0.75 ETH trị giá tương ứng với đồng tiền được vay.

Với mỗi một tài khoản thì LTV tối đa được tính bằng trung bình trọng số theo tài sản thế chấp:

$$MaxLTV = \frac{\sum Tài\ sản\ thế\ chấp_i \times LTV_i}{Tổng\ tài\ sản\ thế\ chấp\ ETH}$$

Ngưỡng thanh lý (Liquidation Threshold: LT) là tỷ lệ phần trăm mà tại đó một khoản vay được xác định là dưới giá trị thế chấp (undercollateralised). Ví dụ: ngưỡng thanh lý là 80% có nghĩa là nếu giá trị tăng trên 80% của tài sản thế chấp, thì khoản vay xem như dưới giá trị thế chấp và có thể được thanh lý.

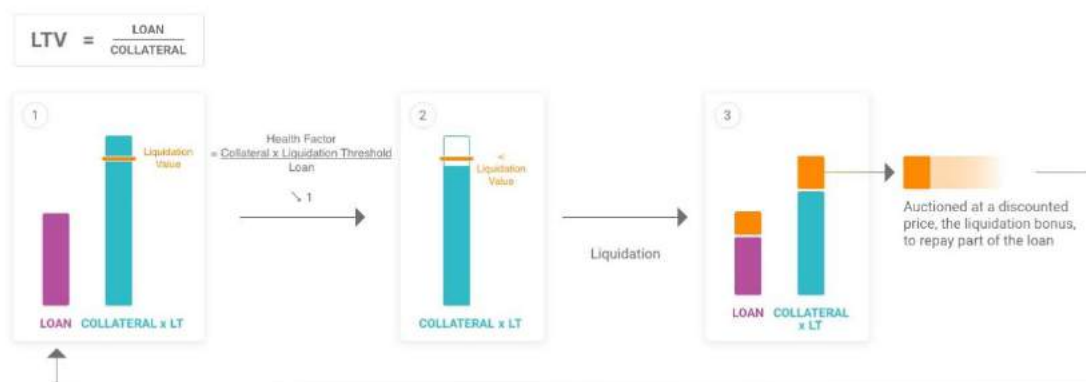
Với mỗi một tài khoản thì ngưỡng thanh lý được tính bằng trung bình trọng số theo tài sản thế chấp:  $LT = \frac{\sum Tài\ sản\ thế\ chấp_i \times LT_i}{Tổng\ tài\ sản\ thế\ chấp\ ETH}$

Sự chênh lệch giữa LTV và LT là biên an toàn cho người đi vay.

Hệ số Sức khỏe tài chính khoản vay (Health Factor) được tính như sau:

$$H_f = \frac{\sum Tài\ sản\ thế\ chấp_i \times LT_i}{Tổng\ số\ tiền\ vay\ ETH}$$

Nếu  $H_f < 1$  thì khoản vay sẽ bị thanh lý để duy trì khả năng thanh toán như sơ đồ dưới đây:



Nguồn: AAVE (2021). Risk Parameters Safeguard Solvency. <https://docs.aave.com/risk/asset-risk/risk-parameters>

Hệ số dự trữ (Reserve Factor): hệ số dự trữ sẽ phân bổ một phần lãi của giao thức đến một hợp đồng thu nhận (collector contract) như là một phần dự trữ của hệ thống.

Rủi ro tổng thể (Overall Risk): Đánh giá rủi ro tổng thể được sử dụng để hiệu chỉnh hệ số dự trữ (Reserve Factor) với các yếu tố khác trong khoảng từ 10% đối với tài sản ít rủi ro đến 35% đối với tài sản rủi ro nhất.

Chi tiết các chỉ tiêu trên được tính toán theo bảng bên dưới.

	LTV	Liquidation Threshold	Liquidation Bonus	Overall Risks	Reserve Factor
<b>BUSD</b>				B	10%
<b>DAI</b>	75%	80%	5%	B	10%
<b>sUSD</b>				C+	20%
<b>TUSD</b>	75%	80%	5%	B	10%
<b>USDC</b>	80%	85%	5%	B+	10%
<b>USDT</b>				B+	10%
<b>AAVE</b>	50%	65%	10%	C+	
<b>BAT</b>	70%	75%	10%	B+	20%
<b>ENJ</b>	55%	60%	10%	B+	20%
<b>ETH</b>	80%	82.5%	5%	A+	10%
<b>KNC</b>	60%	65%	10%	B+	20%
<b>LINK</b>	70%	75%	10%	B+	20%
<b>MANA</b>	60%	65%	10%	B-	35%
<b>MKR</b>	60%	65%	10%	B-	20%
<b>REN</b>	55%	60%	10%	B	20%
<b>SNX</b>	15%	40%	10%	C+	35%
<b>UNI</b>	60%	65%	10%	B	20%
<b>WBTC</b>	70%	75%	10%	B-	20%
<b>YFI</b>	40%	55%	15%	B-	20%
<b>ZRX</b>	60%	65%	10%	B+	20%

Nguồn: AAVE (2021). Risk Parameters Safeguard Solvency. <https://docs.aave.com/risk/asset-risk/risk-parameters>

Như vậy, cách thức hoạt động cũng gần giống như việc gửi tiền và cho vay tại ngân hàng thương mại nhưng tất cả diễn ra hoàn toàn minh bạch, phi tập trung, dữ liệu không thể chỉnh sửa, không thể bị làm giả thông tin và tránh những rủi ro về định giá tài sản, nợ xấu từ người đi vay.

#### 4.4. Vay siêu tốc (Flash Loan)

Đây là nghiệp vụ chỉ áp dụng được trên mạng lưới phi tập trung blockchain. Vay siêu tốc là một tính năng được thiết kế cho các lập trình viên. Vay siêu tốc cho phép người dùng vay bất kỳ số lượng tài sản có sẵn nào mà không cần đưa ra bất kỳ tài sản thế chấp nào, miễn là thanh khoản được trả lại cho giao thức trong một giao dịch khối (1 block). Để thực hiện vay siêu tốc, người dùng sẽ cần phải xây dựng một hợp đồng thông minh từ thư viện vay siêu tốc của Aave. Sau đó, hợp đồng thông minh sẽ cần thực hiện các bước được hướng dẫn trong tài liệu được cung cấp bởi Aave và thanh toán khoản vay, lãi và phí trong cùng một giao dịch.

Nghiệp vụ vay siêu tốc là một dạng arbitrage giữa các sàn giao dịch phi tập trung như Uniswap, Sushiswap, KNC... Ví dụ: giá ETH tại Uniswap là 2.000 USDT, giá ETH tại Sushiswap là 2050 USDT. Người dùng sẽ Vay siêu tốc 1 ETH tại Aave --> Bán tại Sushiswap --> Thu về 2.050 USDT --> Mua lại 1 ETH tại Uniswap với giá 2.000 USDT --> Trả lại 1 ETH cho AAVE.

Kết thúc giao dịch trên, người dùng sẽ thu được khoản lãi dưới 50 USDT. AAVE vẫn còn nguyên 1 ETH + lãi người dùng trả. Người dùng sẽ tốn một ít phí cho mạng dưới Ethereum do các giao dịch này đều diễn ra trên mạng lưới đồng coin này.

Yêu cầu của tất cả các giao dịch trên phải diễn ra trong thời gian 1 block nên chỉ có các lập trình viên mới đủ sức lập trình ra BOT để săn tìm chênh lệch giá và thực hiện giao dịch nhanh chớp nhoáng.

Đúng như tên gọi, Vay siêu tốc, thời gian diễn ra nhanh và không cần bất cứ tài sản thế chấp nào.

## **5. Những ưu điểm và hạn chế của DEFI**

### **Ưu điểm:**

Dữ liệu lưu trữ phi tập trung tạo thuận lợi cho thông tin minh bạch. Các khoản vay phải được đảm bảo rõ ràng bằng tài sản thế chấp. Việc lưu trữ phi tập trung đã giúp giao thức làm việc rất tốt trong việc xác định đúng tài khoản thế chấp, khoản vay, lãi suất, khoản tiền gửi...

Lãi suất trên các giao thức cao hơn rất nhiều so với mặt bằng chung của các quốc gia trên thế giới. Theo thống kê từ [tradingeconomics.com](http://tradingeconomics.com), lãi suất các đồng tiền của các quốc gia lớn hiện tại rất thấp như USD: 0,25%, GBP: 0,1%, EUR: 0%, JPY: -0,1%, CNY: 3,85%. Trong khi đó, lãi suất những đồng ổn định (USDT, USDC, TUSD) trên hệ thống Defi lên đến 9%. Đây chính là ưu điểm cạnh tranh trực tiếp với lãi suất ngân hàng truyền thống. Nếu là người có tiền nhàn rỗi thì họ chỉ cần đổi sang các đồng ổn định, gửi lấy lãi và không cần thế chấp để vay thì sẽ không lo về rủi ro thanh lý tài sản. Mặc dù lãi suất cao nhưng hệ thống Defi tiềm ẩn rủi ro cao nên người gửi tiền cũng chỉ mạo hiểm một phần tài sản để sử dụng các giao thức này.

Tận dụng lưu trữ tiền điện tử với thu nhập lãi cao. Nhiều nhà đầu tư dài hạn đã lưu trữ BTC, ETH, LTC... từ rất lâu. Ngoài việc trong đợt vào giá lên thì họ có thể gửi vào để tận dụng thêm lãi suất hàng kỳ trên tiền điện tử của họ.

### **Nhược điểm:**

Đa số các giao thức đều vận hành trên blockchain của Ethereum. Nhưng việc duy trì mạng lưới proof-of-work trì trệ đã làm tốc độ xử lý chậm và phí giao dịch rất cao. Chỉ những người sử dụng có nhiều tiền thì chi phí giao dịch mới là phần trăm nhỏ so với vốn của họ.

Sự bùng nổ quá nhanh của DEFI trong năm 2020 đã gây nghẽn mạng lưới Ethereum trong thời gian dài. Rất nhiều giao dịch bị hủy vì thời gian thực thi kéo dài mà hệ thống Ethereum không đáp ứng được. Trường hợp Flash Loan sẽ gặp rất nhiều bất lợi trong trường hợp này. Việc kinh doanh chênh lệch giá xảy ra trong thời gian cực ngắn nhưng việc thực hiện một giao dịch kéo dài vài ngày sẽ gây rủi ro rất lớn cho người sử dụng. Ngay cả việc bán tài sản chốt lời, nếu không thực hiện được giao dịch thì giá đã giảm lại rất sâu so với giá đặt lệnh.

Các giao thức còn rất mới và thương hiệu chưa đủ để người sử dụng đặt niềm tin đưa tiền vào. Hiện tại chỉ có giao thức BlockFi là có trụ sở công ty rõ ràng và liên kết lưu trữ tài sản tại sàn Gemini (sàn crypto currency lớn tại Mỹ).

### **6. Tương lai cho DEFI**

Nếu tận dụng được thế mạnh và cải thiện khuyết điểm của DEFI thì đây sẽ là đối thủ thật sự đáng sợ trong thế giới tài chính.

Hãy nhìn về khuyết điểm mạng lưới chậm và tốn phí giao dịch. Hiện tại Ethereum đang chuyển đổi cơ chế sang proof-of-stake. Phiên bản Ethereum 2.0 này sẽ đẩy tốc độ lên bội lần và giảm chi phí giao dịch. Các giao thức sẽ vận hành trơn tru và các nhà đầu tư dễ dàng quay trở lại sử dụng để tận dụng những điểm mạnh như: lãi suất cao, nhiều công cụ hỗ trợ vay, gửi tiền...

Một phương án giải quyết khác mà các giao thức đang thực hiện là xây dựng mạng lưới blockchain cho riêng mình. Điển hình là Compound đã xây dựng thành công blockchain của riêng họ và đang tiến hành kiểm tra để đưa vào sử dụng. Đây là lý do mà Compound hiện nay đang đứng đầu trong bảng xếp hạng DEFI.

Ngoài blockchain Ethereum thì các blockchain hỗ trợ hợp đồng thông minh khác như Binance Smart Chain, Polkadot, Cardano... cũng đang phát triển và hỗ trợ giao thức DEFI chuyển mã nguồn sang.

Xét trên phạm vi toàn thế giới thì cộng đồng các nhà đầu tư đang chuyển một phần tiền của mình vào các giao thức DEFI (theo thống kê từ website defipulse là 50 tỷ USD). Con số này chưa lớn lắm nhưng tốc độ tăng trưởng khá nhanh trong thời gian gần đây. Nếu giải quyết tất cả những nhược điểm như trình bày ở phần trên thì một phần tiền nhàn rỗi trong tương lai từ người dùng sẽ chảy vào các giao thức này.



Như vậy sự phát triển của DEFI là tất yếu và sẽ song hành cùng sự phát triển bền vững của blockchain. Tài chính phi tập trung sẽ đe dọa ngành ngân hàng và các định chế tài chính trong tương lai nếu ngân hàng không đổi mới để theo công nghệ blockchain!

### **Tài liệu tham khảo**

Melanie Swan, (2015). Blockchain, Blueprint for a New Economy. United States of America, O'Reilly Media, Inc.

DeFi Pulse (2021). DeFi - The Decentralized Finance Leaderboard at DeFi Pulse. <https://defipulse.com/>

AAVE (2021). Introduction to Aave – FAQ. <https://docs.aave.com/faq/>

AAVE (2021). Risk Parameters. <https://docs.aave.com/risk/asset-risk/risk-parameters>

## 63.

### BẢO VỆ NGƯỜI CHO VAY TRONG HOẠT ĐỘNG GỌI VỐN CỘNG ĐỒNG DƯỚI HÌNH THỨC CHO VAY NGANG HÀNG

Nguyễn Ngọc Trâm Anh \*

#### **Tóm tắt**

Cho vay ngang hàng (P2P) là một hình thức huy động vốn mới dựa trên nền tảng công nghệ đang thu hút nguồn vốn đầu tư cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa và các hộ gia đình kinh doanh. P2P hiệu quả nhờ chi phí thấp, thời gian nhanh chóng và lãi suất ưu đãi. Tuy nhiên, hoạt động P2P cũng tồn tại một số rủi ro pháp lý. Bài viết phân tích sự phát triển của P2P – một xu hướng mới và phi truyền thống đồng thời cũng chứa đựng nhiều rủi ro cho người cho vay. Một số đề xuất xây dựng khung pháp lý được đưa ra nhằm bảo vệ bên cho vay và ổn định nền tài chính.

**Từ khóa:** Cho vay ngang hàng, bảo vệ người cho vay, rủi ro tài chính.

#### **1. Mở đầu**

Hoạt động gọi vốn cộng đồng (crowdfunding) dưới hình thức cho vay ngang hàng (peer-to-peer lending - P2P) đang có xu hướng phát triển mạnh mẽ trong thị trường cho vay đối với cá nhân, hộ gia đình, các doanh nghiệp vừa và nhỏ dựa trên các ưu thế về thủ tục, thời gian và chi phí giao dịch. Tuy nhiên, song hành cùng những lợi ích mà hoạt động cho vay mới này mang đến là những rủi ro về mặt pháp lý, rủi ro về bảo mật thông tin và rủi ro về tài chính. Dù đang trên đà phát triển, hoạt động cho vay ngang hàng tại Việt Nam vẫn chưa phổ biến với tổng nợ được giải ngân chưa cao như các quốc gia khác trên thế giới. Nguyên nhân chủ yếu từ việc người cho vay chưa thực sự mặn mà với việc đầu tư vốn vào các dự án, các khoản vay trên nền tảng P2P do lo ngại những rủi ro khi chưa có cơ chế pháp lý bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của mình.

Bài viết phân tích nhu cầu xây dựng khung pháp lý bảo vệ bên cho vay trong hoạt động cho vay ngang hàng theo ba phần chính. Phần thứ nhất giới thiệu khái niệm của gọi vốn cộng đồng và cho vay ngang hàng, từ đó phân tích các đặc điểm đặc thù của cho vay ngang hàng so với các hoạt động thương mại điện tử và hoạt động cấp tín dụng của ngân

\* Trường Đại học Kinh tế TP. HCM | Email liên hệ: [anhmnt@ueh.edu.vn](mailto:anhmnt@ueh.edu.vn)

hàng truyền thống. Phần 1 đồng thời trình bày sơ lược hiện trạng hoạt động P2P trên thế giới và tại Việt Nam. Phần 2 phân tích một số rủi ro mà bên cho vay có thể gặp phải xuất phát từ bản thân người cho vay, từ phía người đi vay và từ hệ thống nền tảng P2P. Phần 3 nêu lên nhu cầu thiết yếu của việc xây dựng hành lang pháp lý điều chỉnh hoạt động cho vay ngang hàng để phòng ngừa và hạn chế các rủi ro, thực hiện chủ trương phát triển công nghệ số trong lĩnh vực tài chính ngân hàng và hỗ trợ các doanh nghiệp vừa và nhỏ vay vốn. Phần 3 cũng đề xuất một số giải pháp bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của người cho vay như công khai rủi ro; quản lý người cho vay; phân bổ đều nguồn thông tin; quy định về cung ứng hoặc sử dụng dịch vụ trung gian thanh toán của tổ chức vận hành nền tảng hỗ trợ người cho vay chuyển vốn đến người đi vay và thay mặt người cho vay thu hồi nợ; hướng dẫn về công cụ đa dạng hóa đầu tư. Bài viết chỉ giới hạn việc phân tích hoạt động cho vay ngang hàng và đưa ra một số đề xuất về mặt pháp lý dưới góc độ bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của bên cho vay.

## **2. Cho vay ngang hàng – Xu hướng mới và phi truyền thống**

### **2.1. Xu hướng hình thành và phát triển của hoạt động huy động vốn cộng đồng dưới hình thức cho vay ngang hàng (Peer-to-peer lending)**

Thuật ngữ góp vốn cộng đồng (Crowdfunding) được hình thành từ việc kết hợp hai yếu tố cộng đồng, công chúng hay đám đông (crowd) và góp vốn (funding). Ý tưởng cơ bản được hình thành từ việc gom các khoản đóng góp nhỏ từ một số lượng người lớn (Bradford, 2012). Bất kỳ ai có thể thuyết phục cộng đồng với ý tưởng kinh doanh của mình đều có thể trở thành doanh nhân và bất kỳ ai với một khoản tiền góp vốn nhỏ cũng có thể trở thành nhà đầu tư.

Huy động vốn từ công chúng thực tế đã tồn tại từ khá sớm trước sự ra đời của internet (Kallio, 2020). Tuy nhiên, phải đến tận những năm đầu của thế kỷ XXI, trước sự phát triển của công nghệ tài chính (Fintech) và tác động của khủng hoảng kinh tế toàn cầu (Global Financial Crisis 2007-2008), hoạt động gọi vốn cộng đồng với nhiều hình thức đa dạng như từ thiện (donation), quà tặng (reward-based), góp vốn theo hình thức cổ phần (equity-based) và gọi vốn cho vay (lending-based) mới phát triển mạnh mẽ. Cho vay ngang hàng là một trong những hình thức gọi vốn vay từ cộng đồng (lending-based crowdfunding) ban đầu hình thành tại Anh, Mỹ và dần phát triển ở Trung Quốc, Ấn Độ và nhiều quốc gia khác. Các nền tảng P2P phổ biến như Zopa (Anh), Funding Circle (Anh), Lending Club (Mỹ), Prosper (Mỹ), PaiPaiDai (Trung Quốc)... tạo thành một thị trường cho vay ngang hàng được định giá 34,16 tỷ USD vào năm 2018 và dự đoán đạt mức 589,05 tỷ USD vào năm 2025 (The Market Watch, 2021). Hiện nay, tổng nợ giải ngân trên thị trường cho vay của Anh đạt 800 triệu bảng Anh với tốc độ phát triển ngày

một tăng (Brett, 2017). Trung Quốc cũng phát triển hệ thống huy động vốn cộng đồng (crowdfunding), đặc biệt là cho vay ngang hàng một cách bùng nổ trong khoảng 4 năm từ 2013 đến 2017 để trở thành thị trường cho vay ngang hàng lớn nhất thế giới với lượng vay theo thống kê không chính thức đạt khoảng 20 đến 40 tỷ USD với hơn 1.500 nhà cung cấp và vận hành nền tảng P2P (ACCA, 2014). Tuy nhiên, Trung Quốc hiện nay đang phải đối diện với tình trạng khủng hoảng cho vay ngang hàng do sự phát triển quá nhanh và không ổn định của các nền tảng P2P gây bất ổn cho nền kinh tế. Sự ra đời của các quy định pháp luật điều chỉnh hoạt động huy động vốn cộng đồng của Trung Quốc đã siết chặt hoạt động của các nền tảng này bằng các quy định về vốn pháp định, thủ tục đăng ký và kiểm soát nguồn vốn. Dù vậy, những hành động của cơ quan quản lý vẫn bị đánh giá là quá trễ để kịp phản ứng trước sự bùng nổ quá nhanh của P2P với những bất cập liên quan đến lừa đảo, rủi ro tín dụng, rửa tiền. Các nền tảng yếu kém phá sản, nhà đầu tư chịu thất thoát về tài sản lên đến 800 tỷ nhân dân tệ là những nguy cơ mà nền tài chính Trung Quốc đang phải giải quyết do thiếu cơ chế quản lý ban đầu (Suzie, 2020). Hoạt động P2P là vấn đề cần được các cơ quan quản lý nước này quan tâm và giải quyết. Dưới sự phát triển nhanh chóng của hoạt động huy động vốn cộng đồng, nhiều quốc gia đã quy định hệ thống pháp lý điều chỉnh hoạt động này với những nguyên tắc cơ bản như quy định vốn pháp định, cấm các tổ chức cung ứng dịch vụ P2P tham gia đầu tư cho vay trên chính nền tảng của mình để ngăn ngừa việc xung đột lợi ích, quy định về khả năng tài chính và trình độ của đội ngũ quản lý nền tảng và một số quy định khác về quyền và nghĩa vụ của các bên (European Bank, 2018).

Tại Việt Nam, theo thống kê của Ngân hàng Nhà nước, hiện có khoảng 40 công ty vận hành nền tảng P2P trên một số website như Fin, Eloan, Vaymuon, Vnvn, Huydong và nhiều website khác. Trên thực tế, gần 100 công ty P2P đang trong giai đoạn vận hành và thử nghiệm đang thu hút một lượng giao dịch lớn. Các nền tảng khác như IG9.vn, Funding.vn hay Firststep.vn là những nền tảng cho phép các startup trình bày ý tưởng khởi nghiệp để kêu gọi các nhà đầu tư, tài trợ. Tuy nhiên, so với hoạt động huy động vốn cộng đồng trên thế giới, hoạt động P2P ở Việt Nam có điều kiện để phát triển nhưng chưa thực sự phổ biến rộng rãi. Bên cho vay chủ yếu là nhà đầu tư cá nhân, đơn lẻ, với giá trị đầu tư không cao. Đối tượng khách hàng đi vay chủ yếu là cá nhân, hộ kinh doanh, doanh nghiệp vừa và nhỏ với mức gọi vốn dưới 10 triệu đồng cho cá nhân và dưới 400 triệu đồng cho doanh nghiệp (Nguyễn Trí Hiếu, 2021). Một phần do ảnh hưởng văn hóa khi các nhà đầu tư không muốn chủ động tham gia vào hoạt động cấp tín dụng mới mẻ với nhiều rủi ro còn chưa biết rõ. Một phần khác, chưa có một cơ chế hoạt động hay cơ chế tổ chức đáng tin cậy để các nhà đầu tư đặt niềm tin vào hoạt động P2P vì những lo ngại về quyền và lợi ích hợp pháp của họ chưa được bảo vệ một cách tối ưu nhất trong hoạt động cấp tín dụng với những đặc điểm khác với cho vay truyền thống.

## 2.2. Cho vay ngang hàng – hoạt động cho vay phi truyền thống

Nền tảng huy động vốn cộng đồng dưới hình thức cho vay là nền tảng trung gian tài chính, nó kết nối trực tiếp người cho vay và người đi vay thông qua internet và thu phí dựa trên giá trị giao dịch. Theo K. Davis và J. Murphy, P2P hoạt động tương tự những thị trường vận hành trên nền tảng thương mại điện tử (2016), nơi cho phép người mua và người bán hay người cung cấp dịch vụ tự trao đổi, thỏa thuận giá hàng hóa, dịch vụ như Amazon, Ebay, Airbnb, Uber của quốc tế hay Shopee, Lazada, Be trên thị trường trong nước. Tuy nhiên, P2P có những đặc điểm đặc thù cần những quy định riêng để đảm bảo hoạt động tín dụng được diễn ra an toàn và hiệu quả. Thứ nhất, nền tảng P2P đánh giá chất lượng tín dụng, đóng vai trò quan trọng trong hoạt động cấp tín dụng nói riêng và hoạt động tài chính nói chung. Thứ hai, nền tảng P2P thay người cho vay quản lý quá trình thu hồi nợ của người đi vay, từ đó hình thành mối quan hệ đại diện giữa tổ chức nền tảng P2P và người cho vay. Thứ ba, nền tảng P2P cung cấp tài khoản quản lý các giao dịch tài chính cho người cho vay, cho phép họ mua, bán, tái đầu tư các sản phẩm tài chính được cung cấp và lưu trữ các dữ liệu cần thiết cho hồ sơ tài chính của mình.

Huy động vốn cộng đồng dưới hình thức cho vay có những đặc điểm chủ yếu sau:

Về chủ thể, hoạt động gọi vốn cộng đồng dưới hình thức cho vay ngang hàng loại bỏ vai trò của bên trung gian tài chính (ngân hàng, các tổ chức tín dụng), mối quan hệ P2P được tạo thành giữa 3 bên bao gồm người đi vay, người cho vay và nền tảng kết nối giữa 2 bên. Trong hoạt động cấp tín dụng truyền thống của ngân hàng, chủ thể cho vay là ngân hàng, ngân hàng sử dụng khoản tiền gửi của người đi gửi tiền để làm nguồn vốn cấp tín dụng cho cá nhân, tổ chức có nhu cầu vay vốn và kiếm lợi từ chênh lệch lãi suất tiền gửi và lãi suất vay. Ngân hàng và các tổ chức tín dụng làm cầu nối giữa những người cần vốn và những người đang có nguồn vốn dư thừa. Thực tế, hợp đồng tín dụng giữa người đi vay và ngân hàng độc lập với hợp đồng giữa ngân hàng và người gửi tiền. Về mặt bản chất, giữa ngân hàng và người gửi tiền có một hợp đồng cho vay. Ngân hàng vay của người gửi tiền với một mức lãi suất thấp, đem số tiền vay được cho các cá nhân, tổ chức cần vốn vay với lãi suất cao hơn và hưởng lợi nhuận từ phần chênh lệch. Hoạt động này tiềm tàng nguy cơ rủi ro hệ thống (systemic risk) do chênh lệch giữa thời hạn gửi tiền và thời hạn vay, khi người gửi tiền đồng loạt rút tiền, tính thanh khoản của ngân hàng không đủ mạnh, ngân hàng có thể mất khả năng thanh toán tại thời điểm đó. Do là chủ nợ trực tiếp và là tổ chức tín dụng chịu sự ràng buộc của các quy định pháp luật và sự quản lý của nhà nước, ngân hàng xem xét đánh giá các hồ sơ tín dụng theo một tiêu chuẩn khắt khe và thu phí giao dịch cao khiến hoạt động cấp tín dụng trở nên khó khăn và kém hiệu quả. Các công ty P2P thành lập thúc đẩy quá trình kết nối trực tiếp giữa người đi vay và người cho vay, cắt giảm chi phí giao dịch cao và thủ tục xét hồ sơ tín dụng công kênh của ngân hàng.

Về hoạt động, nền tảng P2P cơ bản không sử dụng nguồn vốn của mình đầu tư vào các khoản nợ nên không phải chịu rủi ro tín dụng dù tổ chức vận hành nền tảng P2P có thực hiện hoạt động đánh giá tín dụng. Trên thực tế, tổ chức vận hành nền tảng thường không thúc đẩy việc cho vay các khoản lớn vì các khoản vay lớn thường yêu cầu quá trình đánh giá rủi ro phức tạp, tạo áp lực lớn lên năng lực vận hành của tổ chức vận hành nền tảng. Như vậy, P2P thực sự là một dịch vụ tín dụng mới, vượt trội hơn so với phương thức tín dụng và cho vay truyền thống đối với việc cấp tín dụng cho cá nhân và doanh nghiệp nhỏ, khắc phục nhược điểm của phương thức cấp tín dụng của ngân hàng dựa trên điểm tín dụng. Tuy nhiên, hầu hết các khoản vay ngang hàng trong huy động vốn cộng đồng đều không có tài sản bảo đảm. Hợp đồng vay được giao kết trực tiếp giữa bên đi vay và bên cho vay và nền tảng P2P không phải là một bên trong quan hệ hợp đồng này (Bavoso, 2020). Do đó, dù cho có thực hiện hoạt động đánh giá rủi ro sơ lược, tổ chức cung ứng dịch vụ P2P không phải chịu những rủi ro về tín dụng. Chính nhà đầu tư hay người cho vay là những người phải gánh chịu những rủi ro này. Các tổ chức vận hành nền tảng P2P cho rằng với mô hình cho vay ngang hàng, việc nhận thức được bản thân đang vay tiền của người khác dường như khiến người đi vay có sự ứng xử tốt hơn. Theo Giles Andrew, CEO và nhà đồng sáng lập của Zopa, có bằng chứng cho rằng một số người đi vay đã ưu tiên chi trả cho các khoản vay ngang hàng hơn so với các khoản nợ từ những nơi khác vì cân nhắc đến sự hiện diện của các cá nhân là chủ nợ khác (Brett, 2017). Dù vậy, đây không phải là cơ sở pháp lý vững chắc để yêu cầu người đi vay phải thanh toán khoản nợ. Sẽ là một rủi ro lớn cho các nhà đầu tư trong trường hợp người đi vay không thanh toán được nợ. Để khắc phục tình trạng này, một số nền tảng P2P tổ chức vận hành thị trường thứ cấp, cho phép các nhà đầu tư bán lại các khoản nợ chưa đến hạn để thu hồi vốn.

Huy động vốn cộng đồng dưới hình thức cho vay ngang hàng được thực hiện dựa trên sự phát triển của công nghệ. Những thuật toán được lập trình nhằm kết nối những người đi vay và người cho vay phù hợp. Hiện nay, hai mô hình phổ biến của P2P là mô hình chủ động (Active P2P Lending) và mô hình bị động (Passive P2P Lending). Mô hình chủ động cho phép người cho vay chủ động lựa chọn góp vốn cho dự án và người cho vay trong danh sách được nền tảng đưa ra. Ngược lại, đối với mô hình bị động, người cho vay sẽ đưa ra các tiêu chí về giá trị khoản vay, thời hạn vay, lãi suất, từ đó nền tảng sẽ kết nối những hồ sơ tín dụng phù hợp yêu cầu của người cho vay để họ chọn lựa. Quá trình xét duyệt vay được xử lý trực tuyến nên thường nhanh chóng hơn với chi phí giao dịch thấp hơn nhiều so với vay tại ngân hàng. Sự can thiệp của công nghệ một mặt thúc đẩy tích cực và tiết kiệm thời gian cho hoạt động cấp tín dụng, mặt khác lại phát sinh vấn đề về bảo mật thông tin và chống lại sự tấn công của tin tặc. Đây cũng là một trong những thách thức cho tổ chức vận hành nền tảng P2P và các cơ quan quản lý nhằm bảo vệ người cho vay.

Nhìn chung, hoạt động cho vay ngang hàng là hình thức huy động vốn mới dựa trên nền tảng công nghệ kết nối trực tiếp giữa người đi vay và người cho vay với thủ tục đơn giản, thời gian nhanh và chi phí thấp hơn so với hoạt động cấp tín dụng truyền thống của ngân hàng và các tổ chức tín dụng khác. Nền tảng P2P hoạt động như người môi giới (broker), không phải là một bên của hợp đồng nên mọi rủi ro do các bên, đặc biệt là bên cho vay phải gánh chịu những rủi ro như khả năng trả nợ của bên đi vay, rủi ro về bảo mật thông tin.

### **3. Nhận diện một số rủi ro đối với người cho vay trong hoạt động cho vay ngang hàng**

Hiện nay chưa có văn bản pháp lý quy định về hoạt động cho vay ngang hàng, Các nhà đầu tư có nguy cơ đối diện với các rủi ro pháp lý liên quan đến khả năng tài chính và kinh nghiệm của nhà đầu tư, rủi ro khi người đi vay không có khả năng thanh toán và rủi ro khi nền tảng P2P mà họ tham gia không được công nhận và quản lý có những sai phạm về bảo mật thông tin hay những hành vi vi phạm pháp luật khác.

#### **3.1. Rủi ro xuất phát từ khả năng tài chính và kinh nghiệm của người cho vay**

Ngoài những lợi ích mà cho vay ngang hàng đem lại so với hoạt động cấp tín dụng của ngân hàng truyền thống, hoạt động P2P vẫn tồn tại một số rủi ro cho người cho vay khi đây là phương thức góp vốn còn khá mới mẻ, hoạt động dựa trên nền tảng công nghệ phức tạp và chưa có hệ thống văn bản pháp luật điều chỉnh cụ thể để bảo vệ các bên. Những rủi ro xuất phát từ người cho vay có thể kể đến như việc khó kiểm soát được năng lực tài chính, trình độ hiểu biết, kinh nghiệm của nhà đầu tư và sự chênh lệch giữa nguồn vốn và kinh nghiệm giữa các nhà đầu tư.

Người cho vay thường gặp khó khăn trong việc đánh giá chính xác những rủi ro liên quan đến đầu tư. Khác với những nhà đầu tư tổ chức có kinh nghiệm phong phú và nguồn vốn dồi dào, các nhà đầu tư cá nhân đơn lẻ ít khảo sát kỹ càng để hiểu được hết những khoản vay mà họ sẽ đầu tư. Do đó, những nhà đầu tư cá nhân có thể không đạt được mức lợi ích tối đa khi tham gia giao dịch, hoặc nghiêm trọng hơn là trở thành nạn nhân của những phi vụ lừa đảo. Hơn nữa, sự chênh lệch giữa nhà đầu tư đơn lẻ (retail investors) và nhà đầu tư tổ chức (institutional investors) có thể tạo ra sự cạnh tranh không lành mạnh giữa các bên cho vay, từ đó gây tổn hại đến lợi ích của các nhà đầu tư cá nhân, đơn lẻ. Cụ thể, các nhà đầu tư tổ chức với ưu thế về thông tin và nguồn vốn có cơ hội kết nối với người đi vay với mức lãi suất ưu đãi hơn. Hoặc trong trường hợp người đi vay không thanh toán được hết nợ, các nhà đầu tư tổ chức có thể có những thỏa thuận riêng với người đi vay và được chi trả ưu đãi hơn các nhà đầu tư cá nhân. Một thách thức đặt ra đối với các nhà quản lý là làm sao để bảo đảm sự đối xử công bằng giữa các nhà đầu tư trong hoạt động cho vay ngang hàng.

Một vấn đề cần quan tâm khác là tính thanh khoản của khoản vay. Khi khoản nợ chưa đến kỳ, người cho vay không thể yêu cầu chấm dứt hợp đồng và hoàn trả tiền vay. Nếu người cho vay muốn thu hồi vốn trước hạn, họ chỉ có thể chuyển nhượng lại khoản vay trên thị trường thứ cấp. Như vậy, cần có cơ chế phát triển thị trường cho vay ngang hàng thứ cấp và bảo vệ các nhà đầu tư thứ cấp khỏi việc thiếu nguồn thông tin cần thiết để đảm bảo hiệu quả của hoạt động P2P.

### **3.2. Rủi ro về khả năng thanh toán của người đi vay**

Đối với rủi ro xuất phát từ người đi vay, người cho vay có thể gặp khó khăn trong quá trình cho vay do thiếu nguồn thông tin chính thức liên quan đến khoản vay và người gọi vốn. Bên cạnh đó, khi người đi vay không đủ khả năng thanh toán cho khoản vay, nhà đầu tư đối diện với nguy cơ mất trắng tài sản đã đầu tư.

Hoạt động huy động vốn cộng đồng dưới hình thức cho vay ngang hàng diễn ra trực tuyến trên nền tảng internet, người đi vay và người cho vay kết nối với nhau chủ yếu dựa vào những thông tin mà bản thân họ cung cấp. Những gì nhà đầu tư biết về người đi vay sẽ chỉ là những thông tin được chính bản thân người đi vay công bố mà chưa có sự xác thực về tính khả thi của dự án hay mục đích gọi vốn cũng như độ tin cậy của chủ thể đi vay. Mức độ chênh lệch thông tin giữa người cho vay và người đi vay trở thành một rào cản khiến người cho vay ngần ngại không cung cấp vốn hoặc khiến cho hoạt động P2P kém hiệu quả. Để giảm thiểu mức độ thông tin bất đối xứng giữa các bên, nền tảng cho vay ngang hàng đã công bố công khai một số đặc điểm chủ yếu của khoản vay và thông tin nhân thân của người đi vay, từ đó sử dụng thuật toán để sắp xếp các khoản vay theo nhiều tiêu chí giúp người cho vay thuận tiện theo dõi. Tuy nhiên, những thông tin này còn chưa đầy đủ, một số thông tin chưa được xác thực và số liệu về dữ liệu lịch sử cho vay còn hạn chế (Nguyễn Nam Trung, 2020).

Bên cạnh việc cho “người lạ” vay, khoản vay ngang hàng thường là khoản vay tín chấp. Nhà đầu tư trở thành chủ nợ không có bảo đảm cho một khoản vay mà bản thân họ không có nhiều hiểu biết về chủ thể đi vay. Khác với việc gửi tiền tại ngân hàng được bảo đảm bởi bảo hiểm tiền gửi, một khi có tranh chấp xảy ra, nhà đầu tư hay bên cho vay có thể phải chịu thiệt hại khi không có tài sản bảo đảm cho khoản vay được thúc đẩy bởi hệ thống mạng xã hội.

### **3.3. Rủi ro xuất phát từ nền tảng hệ thống**

Vì hoạt động của cho vay ngang hàng chủ yếu phụ thuộc vào mạng internet và công nghệ thông tin, một số rủi ro liên quan tới vấn đề bảo mật thông tin hoặc một số lỗi trong hệ thống có thể dẫn đến những trục trặc kỹ thuật gây ảnh hưởng tiêu cực đến quá trình giao dịch.



Về vấn đề bảo mật thông tin, khi đăng ký trở thành khách hàng của nền tảng cho vay ngang hàng, người cho vay phải cung cấp những thông tin cá nhân, email, số điện thoại và thậm chí cả số thẻ và tài khoản ngân hàng để thực hiện các giao dịch. Khi thông tin bị rò rỉ, người cho vay đối diện với nguy cơ thông tin của họ bị lợi dụng hoặc sử dụng trái phép.

Trong một số trường hợp hệ thống phần mềm xử lý bị lỗi, các giao dịch không thể thực hiện được hoặc thực hiện lặp đi lặp lại nhiều lần, người cho vay có thể bị mất tiền, lãng phí thời gian cho những thương vụ không thành. Nghiêm trọng hơn, trong trường hợp công ty vận hành nền tảng P2P chấm dứt hoạt động (vì lý do phá sản, hoặc trục trặc trong hệ thống vận hành), việc thu nợ từ người đi vay và trả nợ cho người cho vay trở thành một thách thức khi chưa có hướng dẫn cụ thể để đảm bảo quyền lợi cho các bên.

Một số quan điểm còn cho rằng trong hoàn cảnh không có khung pháp luật điều chỉnh và cơ chế quản lý, các nhà cung cấp dịch vụ cho vay ngang hàng còn có thể tạo giả hồ sơ tín dụng, sử dụng nguồn vốn đầu tư của người cho vay vào các mục đích phi pháp, rửa tiền, đầu tư mạo hiểm mà chưa có sự đồng ý của người cho vay (Nguyễn Văn Hiệu, 2018). Một số công ty lợi dụng hoạt động P2P để thực hiện hoạt động cho vay nặng lãi trá hình theo mô hình Ponzi hứa hẹn tỉ lệ lợi nhuận cao để thu hút đầu tư, lấy tiền của người sau trả cho người trước rồi tìm cách lừa đảo chiếm đoạt tiền của nhà đầu tư.

Với những rủi ro như trên, có cơ sở tin rằng người cho vay chưa thực sự tin tưởng và sử dụng dịch vụ cho vay ngang hàng như một công cụ để đầu tư tài chính trong bối cảnh thiếu hành lang pháp lý điều chỉnh, thiếu một mô hình đáng tin cậy cho sự phát triển của huy động vốn cộng đồng.

#### **4. Sự cần thiết của các quy định bảo vệ người cho vay trong hoạt động cho vay ngang hàng**

##### **4.1. Nhu cầu điều chỉnh pháp luật trong lĩnh vực cho vay ngang hàng**

Hiện nay cho vay ngang hàng ở Việt Nam chưa thực sự tồn tại và phát triển đúng tên gọi của nó. Theo công văn số 5228/NHNN-CSTT về hoạt động cho vay ngang hàng, một số công ty đăng ký ngành nghề kinh doanh là tư vấn tài chính, môi giới tài chính tự giới thiệu là các công ty P2P Lending cung cấp dịch vụ kết nối người cho vay và người đi vay. “Một số công ty P2P Lending là kênh phân phối, tìm kiếm khách hàng cho công ty tài chính, công ty cầm đồ hoặc công ty cầm đồ hợp tác với công ty công nghệ xây dựng nền tảng giao dịch trực tuyến để công ty cầm đồ tìm kiếm người đi vay và thực hiện cho vay”. Các công ty cung cấp dịch vụ cho vay trực tuyến hiện đang hoạt động dưới hình thức các công ty tư vấn tài chính có thể kể đến như Tima, Finsom, Lenbiz... (Thái Phương & Xuân Mai, 2021).

Ngoài ra, tình trạng các công ty nước ngoài, đặc biệt là Trung Quốc tràn vào thị trường cho vay ngang hàng Việt Nam sau khi các cơ quan quản lý Trung Quốc siết chặt hoạt

động quản lý và kiểm soát hoạt động P2P ở Trung Quốc gây ảnh hưởng tiêu cực cho thị trường trong nước. Những công ty với nền tảng kém chất lượng, lời mời gọi đầu tư với lãi suất cao với thủ đoạn lừa đảo tài chính là mối đe dọa cho sự lây lan khủng hoảng vay vốn ngang hàng từ Trung Quốc sang thị trường Việt Nam với những hệ lụy khó lường. Tính đến nay, Công an đã triệt phá nhiều đường dây cho vay nặng lãi qua ứng dụng như VNCARD, ABLOAN, Moreloan, VD Online do người Trung Quốc điều hành (Mai Phương & Thanh Xuân, 2020).

Để cho vay ngang hàng thực sự trở thành một biện pháp huy động vốn hiệu quả, hỗ trợ cho ngân hàng trong thị trường tài chính, cần xây dựng hành lang pháp lý quy định cụ thể về quyền và nghĩa vụ của các bên cũng như các điều kiện để cung cấp và xây dựng nền tảng internet P2P với mục đích đảm bảo yêu cầu quản lý, thực hiện theo chủ trương chính sách của nhà nước và có cơ chế bảo vệ nhà đầu tư, đảm bảo sự ổn định của hệ thống tài chính.

Từ thực tiễn phát triển của hoạt động cho vay ngang hàng, nhà quản lý cần thừa nhận và cho phép hoạt động cho vay ngang hàng với những quy định chi tiết về điều kiện vốn, kỹ thuật, trách nhiệm của nhà cung cấp dịch vụ để phát huy được những ưu thế, hạn chế và loại bỏ những rủi ro có tầm ảnh hưởng tương đương với những hoạt động tài chính khác của các tổ chức tín dụng. Cần quy định hoạt động kinh doanh dịch vụ cho vay ngang hàng là ngành nghề kinh doanh có điều kiện và nên để các nhà cung cấp dịch vụ P2P chịu sự điều chỉnh của Luật các tổ chức tín dụng trong việc hoạt động quản lý, giám sát, kiểm soát chất lượng tín dụng.

Xuất phát từ chủ trương chính sách của Nhà nước, cần có các quy định pháp luật về gọi vốn cộng đồng (crowdfunding), một mặt nhằm đảm bảo phát triển tài chính trên cơ sở công nghệ 4.0, mặt khác khuyến khích hỗ trợ cho vay ngang hàng đối với doanh nghiệp vừa và nhỏ. Theo đó, trong Chiến lược phát triển kinh tế xã hội 2021 - 2030, tài chính ngân hàng là một trong những lĩnh vực được ưu tiên chuyển đổi số với công nghệ và mô hình mới. Đồng thời, trong việc đẩy mạnh triển khai luật hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và vừa, Thủ tướng Chính phủ cũng thúc đẩy Ngân hàng Nhà nước nghiên cứu thử nghiệm áp dụng cho vay ngang hàng để hỗ trợ doanh nghiệp vừa và nhỏ tiếp cận nguồn vốn từ công nghệ tài chính mới. Theo dự kiến, trong năm 2021, Việt Nam sẽ có một cơ chế thử nghiệm có kiểm soát hoạt động công nghệ tài chính (Fintech), trong đó có cho vay ngang hàng với các nội dung liên quan đến định danh khách hàng, giao diện lập trình ứng dụng mở (Open API) cùng nhiều các dịch vụ khác.

Hơn nữa, Việt Nam đang hướng theo xu hướng chung của thế giới là xây dựng một khung pháp lý hoàn thiện nhằm vận hành có hiệu quả nền công nghiệp P2P mới trong thời đại mới. Mục tiêu hướng đến là đảm bảo các bên trong giao dịch tài chính nói chung và bên cho vay nói riêng được bảo vệ khỏi các rủi ro liên quan đến lừa đảo, rửa tiền, cạnh

tranh không lành mạnh và những thiệt hại khác mà vẫn được hưởng lợi từ công cuộc cải cách tài chính trong thời đại công nghệ số. Hệ thống pháp lý được hoàn thiện sẽ củng cố niềm tin của nhà đầu tư đối với hoạt động cho vay ngang hàng.

#### **4.2. Một số đề xuất pháp lý nhằm bảo vệ các nhà đầu tư trong hoạt động cho vay ngang hàng**

Với nhu cầu xây dựng hệ thống pháp luật và những thách thức đặt ra trong vấn đề bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của người cho vay trong hoạt động cho vay ngang hàng, bên cạnh những nguyên tắc chung xuyên suốt hoạt động P2P, mỗi giai đoạn trong quá trình cho vay ngang hàng cũng cần những quy định pháp luật đặc thù.

Hoạt động cho vay ngang hàng có bản chất là một hoạt động tài chính mang tính dân sự hoạt động trên nền tảng công nghệ thông tin. Việc cung ứng và sử dụng dịch vụ P2P cần đáp ứng các nguyên tắc cơ bản như phải đảm bảo tự do tự nguyện, đối xử công bằng giữa các nhà đầu tư; đảm bảo tính minh bạch, rõ ràng trong vận hành nền tảng, tránh trường hợp nhà cung cấp dịch vụ lợi dụng nguồn tiền vào các mục đích phi pháp; có những quy định về bảo mật thông tin, quy định trách nhiệm của các bên, đặc biệt là bên đi vay. Bên đi vay gọi vốn cần đảm bảo tính trung thực, xác thực của những thông tin được công khai, đảm bảo sử dụng khoản vay vào đúng mục đích và hoàn trả lợi ích như cam kết (Lê Hương Giang, 2017).

Ngoài ra, để giải quyết các thách thức liên quan đến năng lực tài chính của người cho vay, đối xử công bằng giữa nhà đầu tư đơn lẻ và nhà đầu tư tổ chức, thông tin bất đối xứng giữa người cho vay và người đi vay và trách nhiệm của nhà cung cấp nền tảng cho vay ngang hàng, cần có những quy định cụ thể về trách nhiệm quản lý của cơ quan nhà nước và trách nhiệm của tổ chức cung cấp dịch vụ P2P.

##### *4.2.1. Trách nhiệm quản lý việc đăng ký và hoạt động của các nền tảng cho vay ngang hàng của các cơ quan nhà nước*

Các cơ quan quản lý nhà nước, đặc biệt là Ngân hàng Nhà nước bên cạnh việc ban hành công văn khuyến nghị các tổ chức tín dụng nghiên cứu, tìm hiểu những rủi ro liên quan đến P2P và thận trọng trong giao dịch với các công ty P2P Lending, cần ban hành những văn bản pháp luật cụ thể điều chỉnh việc đăng ký thành lập và hoạt động của các công ty P2P Lending như một ngành nghề kinh doanh có điều kiện, kiểm tra giám sát hoạt động của các nền tảng này, tránh trường hợp lợi dụng cho vay ngang hàng để thực hiện hoạt động “tín dụng đen”, lừa đảo.

Bên cạnh đó, các cơ quan quản lý cần đẩy mạnh cơ chế thử nghiệm có kiểm soát (Sandbox) cho công nghệ tài chính, trong đó bao gồm cho vay ngang hàng, tạo điều kiện

để P2P Lending phát triển ổn định, thực sự trở thành công cụ huy động vốn hữu ích hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp vừa và nhỏ, cá nhân, hộ gia đình.

#### 4.2.2. Trách nhiệm của các công ty P2P Lending

##### (i). Công khai rủi ro cho người cho vay

Về công khai rủi ro, bên cho vay cần được tiếp cận đầy đủ các thông tin về bản chất, mục đích của khoản vay và được cung cấp thông tin về cách thức mà nền tảng P2P phân loại, đánh giá mức độ của hồ sơ tín dụng. Đồng thời, cần có các cơ chế báo cáo để các cơ quan quản lý có thể kiểm tra, rà soát tính chính xác của thông tin được đăng tải. Một điển hình về việc cảnh báo rủi ro là tại Áo, những rủi ro thường gặp khi cho vay ngang hàng phải được hiển thị công khai trên website như “người cho vay có thể mất toàn bộ hoặc một phần tiền” (European Bank, 2018). Những cảnh báo này phải rõ ràng, không gây nhầm lẫn và được hiển thị một cách bắt mắt, dễ thấy.

Thứ hai, thông tin được truyền đạt tới người cho vay phải phù hợp với nhu cầu của từng đối tượng nhưng cũng cần có những quy định đảm bảo nền tảng P2P vận hành theo cơ chế hiển thị những cơ hội đầu tư chất lượng cao cho những nhà đầu tư tổ chức. Cần có quy định đảm bảo sự công bằng trong quyền được tiếp cận thông tin của các bên.

Ngoài ra, để tránh trường hợp đầu tư tràn lan gây thất thoát đối với những nhà đầu tư chưa có nhiều kinh nghiệm, nhiều vốn, gây bất ổn định nền tài chính, khi thị trường cho vay ngang hàng phát triển đến một mức độ nhất định, cần quy định mức trần giới hạn mức đầu tư của từng nhà đầu tư. Cụ thể, một số quốc gia như Pháp có mức trần là 2,000 euro đối với khoản nợ có lãi suất đối với từng dự án, Mỹ có mức trần theo năm phụ thuộc vào thu nhập của nhà đầu tư (điển hình là nhà đầu tư thu nhập 50,000USD/năm có mức trần đầu tư là 2,500USD). Tuy vậy, đây không hẳn là một công cụ hữu ích vì nó có thể hạn chế sự phát triển của thị trường và ngăn cản những dự án tiềm năng.

##### (ii). Quản lý giao dịch trong hoạt động cho vay ngang hàng

Khi nền tảng P2P là trung gian kết nối giữa người cho vay và người đi vay, tương tự như sàn giao dịch thương mại điện tử kết nối giữa người bán và người mua, nền tảng P2P phải đóng vai trò chủ động trong việc quản lý giao dịch. Tương tự như các sàn giao dịch thương mại điện tử khác, nền tảng P2P có thể áp dụng các phương thức như:

- Chỉ làm cầu nối giới thiệu giữa các bên, để người cho vay tự và người đi vay tự thực hiện hợp đồng.
- Thực hiện việc thu hộ khoản vay, trao tiền từ bên cho vay sang bên đi vay và có trách nhiệm trong việc thu hồi khoản nợ từ người đi vay trả lại cho nhà đầu tư.

Với cách thức thứ nhất gây bất lợi và kém hiệu quả cho nhà đầu tư khi bản thân họ phải mất thời gian, công sức thu hồi khoản nợ đến hạn khi không thực sự quen biết người đi vay, đôi khi số tiền cho vay và lãi suất không đủ bù cho khoản chi phí đòi nợ. Cách thức này khiến uy tín và mức độ hài lòng khi sử dụng dịch vụ cho vay ngang hàng bị suy giảm. Đồng thời, để các bên tự do giao dịch không qua kiểm soát của nền tảng có thể dẫn đến nguy cơ rửa tiền, gây bất ổn cho thị trường tài chính. Nên có những quy định hướng dẫn nền tảng P2P hoạt động theo cách thức thứ hai. Theo đó, nền tảng P2P sẽ thực hiện hoạt động cung ứng hoặc sử dụng bên thứ ba cung ứng dịch vụ trung gian thanh toán. Cần quy định tổ chức vận hành nền tảng cho vay ngang hàng có giấy phép, đáp ứng các điều kiện hoạt động và thực hiện trách nhiệm quy định tại các thông tư hướng dẫn của Ngân hàng Nhà nước như thông tư 39/2014/TT-NHNN, 20/2016/TT-NHNN, 30/2016/TT-NHNN và thông tư 23/2019/TT-NHNN.

Ngoài rủi ro trong thực hiện giao dịch, bên cho vay còn phải chịu rủi ro mất tiền khi người đi vay không trả được nợ. Việc phân hóa đa dạng khoản vay và quỹ dự phòng là những công cụ phổ biến thường thấy trong hoạt động cấp tín dụng có thể xem xét áp dụng tương tự cho hoạt động cho vay ngang hàng. Đa dạng hóa đầu tư là việc nhà đầu tư đầu tư vào nhiều khoản vay khác nhau về giá trị vay, thời hạn vay, lãi suất, đối tượng để giảm thiểu rủi ro (Troy, 2020). Với một khoản vốn nhất định, nếu chỉ đầu tư cho một dự án, dự án thất bại nhà đầu tư có thể mất trắng, chia nhỏ khoản vốn đầu tư cho nhiều dự án, xác suất người đi vay mất khả năng thanh toán sẽ giảm. Để đạt tính tối ưu cho các nhà đầu tư, nền tảng cho vay ngang hàng cần có những công cụ đa dạng hóa đầu tư, kéo theo việc các cơ quan quản lý cần có cơ chế theo dõi, giám sát việc đa dạng hóa đầu tư và thông báo rủi ro đến các nhà đầu tư.

### (iii) Thời gian cân nhắc hủy quyết định cho vay (cooling-off period)

Cho vay ngang hàng P2P là một hình thức huy động vốn mới đối với người cho vay dựa trên nền tảng công nghệ thông tin phức tạp. Do đó, tồn tại trường hợp bên cho vay (thường là bên cho vay cá nhân, đơn lẻ) bấm nhầm nút xác nhận giao dịch khi chưa thực sự muốn đầu tư hoặc nhà đầu tư thay đổi ý chí sau khi cân nhắc lại rủi ro (European Bank, 2018). Vì vậy, nên nghiên cứu quy định về khoảng lặng (cooling-off period) hay “giai đoạn nguội” cho phép bên cho vay có quyền hủy hợp đồng. Ví dụ như ở Mỹ, người cho vay có quyền hủy hợp đồng vô điều kiện trong vòng 48 giờ trước thời điểm được các bên ghi nhận trong thư mời chào. Hơn nữa, cũng nên có những quy định cho phép nền tảng P2P đứng ra làm trung gian điều hòa giữa bên cho vay và bên đi vay trong trường hợp mâu thuẫn xảy ra giữa các bên.

Tóm lại, để bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp cho bên cho vay trong hoạt động huy động vốn cộng đồng dưới hình thức cho vay ngang hàng, cần có khung pháp lý điều chỉnh

về địa vị pháp lý của tổ chức cung ứng dịch vụ P2P, quy định quyền và nghĩa vụ của các bên, ghi nhận về trách nhiệm công khai rủi ro, đối xử công bằng, quản lý và thúc đẩy các giao dịch tài chính hợp pháp của nền tảng P2P. Ngoài ra, các cơ quan quản lý cần nghiên cứu các mô hình cho vay ngang hàng trên thế giới nhằm học hỏi, rút ra kinh nghiệm áp dụng cho Việt Nam.

## 5. Kết luận

Hoạt động gọi vốn cộng đồng dưới hình thức cho vay ngang hàng (Peer-to-peer lending) là một hoạt động tài chính mới đang phát triển trên thế giới và có tiềm năng mở rộng tại Việt Nam. Cho vay ngang hàng với những đặc điểm chủ yếu như loại bỏ sự tham gia của các trung gian tài chính như ngân hàng, sử dụng nền tảng internet kết nối trực tiếp người đi vay và người cho vay, các khoản vay chủ yếu là khoản vay nhỏ lẻ, thời hạn ngắn, phù hợp cho hoạt động vay vốn của cá nhân, hộ gia đình và các doanh nghiệp vừa và nhỏ. So với hoạt động cấp tín dụng của ngân hàng truyền thống, thủ tục cho vay ngang hàng đơn giản hơn, nhanh chóng hơn, với chi phí giao dịch thấp hơn với nhiều khoản vay, dự án đa dạng. Tuy nhiên, hoạt động cho vay ngang hàng cũng tồn tại nhiều rủi ro do chưa có hệ thống pháp lý quy định cụ thể về tổ chức hoạt động gọi vốn cộng đồng nói chung và hoạt động cho vay ngang hàng nói riêng. Những rủi ro có thể xuất phát từ chính bản thân bên cho vay như việc thiếu kinh nghiệm, khả năng tài chính, sự chênh lệch về vốn và kinh nghiệm giữa nhà đầu tư đơn lẻ và nhà đầu tư tổ chức; rủi ro từ phía người đi vay gọi vốn như tình trạng mất khả năng thanh toán, khoản nợ thường không có bảo đảm hay nghiêm trọng hơn là tình trạng lừa đảo. Ngoài ra, vì hoạt động P2P là hoạt động trực tuyến phụ thuộc nhiều vào công nghệ thông tin, lỗi hệ thống và vấn đề bảo mật thông tin và nguy cơ về thủ đoạn lừa đảo tài chính trở nên quan trọng hơn hết.

Trước sự phát triển không ngừng của hoạt động cho vay ngang hàng, cần có một khung pháp lý cụ thể điều chỉnh quyền và nghĩa vụ của các bên tham gia cho vay ngang hàng, quy định điều kiện hoạt động và trách nhiệm của nhà cung cấp nền tảng dịch vụ P2P nhằm đáp ứng nhu cầu của thực tiễn, thực hiện chủ trương, chính sách hỗ trợ các doanh nghiệp vừa và nhỏ vay vốn, quản lý các hoạt động tài chính ngân hàng trong thời đại số và hòa mình vào xu hướng chung của thế giới. Một số đề xuất được đưa ra để bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của bên cho vay hay nhà đầu tư trong cho vay ngang hàng như quy định các nguyên tắc chung đảm bảo tự do, công bằng, minh bạch khi giao dịch; yêu cầu công khai rủi ro, đảm bảo quyền tiếp cận thông tin cho nhà đầu tư, có các biện pháp tránh đối xử bất công với các nhà đầu tư đơn lẻ. Đồng thời, nên có những quy định về hoạt động trung gian thanh toán cho nhà cung cấp dịch vụ P2P, quy định về xét duyệt, kiểm tra sử dụng tiền vay, lưu trữ hồ sơ tín dụng tương tự như các tổ chức tín dụng khác, có những hướng dẫn về công cụ đa dạng hóa đầu tư nhằm giảm thiểu rủi ro cho nhà đầu

tu. Các cơ quan quản lý cần nghiên cứu thử nghiệm mô hình cho vay ngang hàng (cơ chế Regulatory Sandbox) để đảm bảo các công ty vận hành theo pháp luật, bảo vệ quyền và lợi ích của các bên tham gia, duy trì tình trạng ổn định của nền tài chính.

### Tài liệu tham khảo

- ACCA (Association of Chartered Certified Accountants) (2014), ACCA's Four Inputs Framework, <<http://www.accaglobal.com/an/en/technical-activities/technical-resources-search/2014/april/four-inputsframework.html>>;
- ACCA (Association of Chartered Certified Accountants) (2014), Innovations in Access to Finance for SMEs, <http://www.accaglobal.com/content/dam/acca/global/PDF-technical/small-business/pol-afb-iiatf.pdf>
- Bavoso, V. (2020) "The promise and perils of alternative market-based finance: the case of P2P lending in the UK" J Bank Regul 21
- Bloomberg News. (2019) . Chinese Investors Try to Storm Company After P2P Lender Failure. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-01-22/chinese-investors-try-to-storm-company-after-p2p-lender-failure>.
- Bradford C. Steven, (2012) "Crowdfunding and the Federal Securities Laws". College of Law, Faculty Publications. 119
- Brett King (2017) Ngân hàng đột phá, Saigon Books & Nxb Hồng Đức
- Chandupatla, Sharath, (2020) "Peer-To-Peer Lending and Equity-Based Crowd Funding - Status Quo and the Leap Forward" <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3545921>
- Davis K and Murphy J (2016) "Peer to Peer Lending: Structures, Risks and Regulation" JASSA: The Finsia Journal of Applied Finance, 2016:3, 37-44, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2862252>
- Ding, C., Kavuri, A.S. & Milne, (2020) "A. Lessons from the rise and fall of Chinese peer-to-peer lending". J Bank Regul.
- European Bank for Reconstruction and Development, (2018) "Regulating Investment and Lending-based Crowdfunding: Best Practice", 10/2018
- FCA. (2018). "Loan-based ('peer-to-peer') and investment-based crowdfunding platforms: Feedback on our post implementation review and proposed changes to the regulatory framework" Consultation Paper CP18/20
- Hoàng Thùy, (2021) "Việt Nam phấn đấu trở thành quốc gia số vào năm 2030". VnExpress. <<https://vnexpress.net/viet-nam-phan-dau-tro-thanh-quoc-gia-so-vao-nam-2030-4254539.html>>
- Kallio A., Vuola L. (2020) "History of Crowdfunding in the Context of Ever-Changing Modern Financial Markets". In: Shneor R., Zhao L., Flåten BT. (eds) Advances in Crowdfunding. Palgrave Macmillan, Cham
- Lê Hương Giang, (2017) "Xây dựng pháp luật về gọi vốn cộng đồng", Tạp chí Nghiên cứu Lập pháp, (1+2)

- Mai Phương – Thanh Xuân (2020) “Cho vay ngang hàng của Trung Quốc tràn vào Việt Nam”. Thanh niên. <https://thanhnien.vn/tai-chinh-kinh-doanh/cho-vay-ngang-hang-cua-trung-quoc-tran-vao-viet-nam-1313803.html>
- Ngọc Bích, (2020) “Dự kiến năm 2021 sẽ cho thử nghiệm Fintech, trong đó có P2P Lending”. Trí thức trẻ. <<http://ttvn.toquoc.vn/>>
- Nguyễn Mạnh Hùng, Tạ Thị Hồng Nhung (2020) ”Thực trạng hoạt động cho vay ngang hàng tại Việt Nam”, Tạp chí công thương – Các kết quả nghiên cứu khoa học và ứng dụng công nghệ, số 25
- Nguyễn Nam Trung, (2020) “Sự cần thiết xây dựng khung pháp lý đối với hoạt động cho vay ngang hàng (Peer to Peer Lending) tại Việt Nam”, Tạp chí công thương 6
- Nguyễn Văn Hiệu, (2018) “Cho vay ngang hàng - kinh nghiệm thế giới và hàm ý cho Việt Nam” *Tạp chí Ngân hàng*, số 22
- Shen, W. (2015) “Internet Lending in China: Status Quo, Potential Risks and Regulatory Options” *Computer Law & Security Review* 31
- Suzie Neuwirth, (2020) “P2P investors in China face £88bn in losses from failed platforms” (P2P Financial news) <https://www.p2pfinancenews.co.uk/2020/08/14/p2p-investors-in-china-face-88bn-in-losses-from-failed-platforms/#:~:text=Peer%2Dto%2Dpeer%20investors%20in,banking%20regulator%20has%20reportedly%20said.&text=China%20has%20been%20cracking%20down,fraud%20scandals%20and%20huge%20defaults>.
- Thái Phương – Xuân Mai, (2021) “Lo P2P Lending Trung Quốc tràn sang Việt Nam” (Người Lao động) <https://nld.com.vn/kinh-te/lo-p2p-lending-trung-quoc-tran-sang-viet-nam-2021011021373794.htm>
- Troy Segal, (2020) “Diversification”, Investopedia, <https://www.investopedia.com/terms/d/diversification.asp>



# 64.

## CƠ CHẾ THỬ NGHIỆM CÓ KIỂM SOÁT “SANDBOX” – KHẢ NĂNG SỬ DỤNG TRONG VIỆC XÂY DỰNG KHUÔN KHỔ PHÁP LÝ CHO LĨNH VỰC FINTECH

Bùi Duy Hưng\*

Dương Kim Thế Nguyên\*\*

### Tóm tắt

Dưới sự tác động ngày càng lớn của cuộc cách mạng công nghiệp 4.0, các cơ quan quản lý nhà nước đang đứng trước những thách thức nhất định trong việc quản lý các mô hình, sản phẩm kinh tế mới xuất hiện, nhất là trong lĩnh vực Fintech (công nghệ tài chính) vốn có nhiều nhạy cảm. Học hỏi từ kinh nghiệm của các quốc gia phát triển trên thế giới, Sandbox là giải pháp cho vấn đề trên khi có thể tạo ra môi trường thử nghiệm có kiểm soát, hạn chế rủi ro, thất bại có thể xảy ra mà vẫn đảm bảo các quan điểm của Nhà nước trong công tác quản lý. Phân tích tình hình thực tiễn tại Việt Nam, cho thấy đã có nhiều mảng hoạt động của Fintech chứng minh khả năng thuận lợi để sử dụng Sandbox trong xây dựng khuôn khổ pháp lý (điển hình như cho vay ngang hàng). Vì vậy, để xây dựng Sandbox thành công, tác giả đã đưa ra các kiến nghị mang tính chất định hướng tham khảo việc xây dựng cơ chế thử nghiệm có kiểm soát chuyên biệt đối với lĩnh vực Fintech tại Việt Nam.

**Từ khóa:** Sandbox; Fintech; cơ chế thử nghiệm có kiểm soát.

### 1. Đặt vấn đề

Việc xây dựng Sandbox hiệu quả rất khó khăn, dễ xảy ra các sai lầm dẫn đến độc quyền chính sách, tạo lỗ hổng cho các doanh nghiệp bất chính lợi dụng... Nhu cầu nghiên cứu để chỉ ra những lưu ý trong việc xây dựng một cơ chế thử nghiệm có kiểm soát chuyên biệt đối với lĩnh vực Fintech cho Việt Nam là cần thiết và phải được tiến hành một cách nhanh chóng. Vì vậy, mục tiêu nghiên cứu của bài viết nhằm đưa ra một số lưu ý để bổ

---

\*Ban Tuyên giáo, Đoàn TNCS Hồ Chí Minh | Email liên hệ: [buiduyhung.law@gmail.com](mailto:buiduyhung.law@gmail.com)

\*\*Trường Đại học Kinh tế TP. HCM

trợ cho quá trình xây dựng (bước đầu) cơ chế thử nghiệm có kiểm soát cho lĩnh vực Fintech tại Việt Nam phù hợp với những đặc điểm chuyên biệt.

## 2. Ý nghĩa khoa học và giá trị ứng dụng của bài viết

Bài viết tập trung nghiên cứu về một vấn đề cấp thiết nhưng chưa được quan tâm làm rõ đúng mức, vì vậy khi hoàn thành bài viết sẽ có giá trị khoa học to lớn, là cơ sở để những nghiên cứu tiếp theo được thực hiện. Với mục đích nghiên cứu của bài viết, những kiến nghị mang tính lưu ý được đưa ra sẽ góp phần hỗ trợ và nhắc nhở “các nhà làm luật” những vấn đề cần lưu tâm, khi tiến hành xây dựng cơ chế thử nghiệm có kiểm soát chuyên biệt cho lĩnh vực Fintech tại Việt Nam.

## 3. Tổng quan nghiên cứu

Hiện nay, do đề tài hướng đến việc xây dựng một cơ chế mới tại Việt Nam nên chưa có công trình nghiên cứu cũng như tìm hiểu chuyên sâu nào về cơ chế này. Mặc dù vậy, tác giả cũng tiến hành tham khảo một số nghiên cứu trên thế giới và các bài viết có đề tài liên quan như nền kinh tế chia sẻ, Fintech... có thể liệt kê đến các bài nghiên cứu và bài viết như:

- Bài nghiên cứu “Building FinTech Ecosystems: Regulatory Sandboxes, Innovation Hubs and Beyond” (tạm dịch: Xây dựng hệ sinh thái Fintech: Sandbox, trung tâm đổi mới và hơn thế nữa) của nhóm tác giả Ross P. Buckley, Douglas W. Arner, Robin Veidt, Dirk A. Zetsche, được đăng trên Tạp chí Luật và Chính sách của Đại học Washington, số 61, năm 2020. Trong nghiên cứu của mình, nhóm tác giả nhận định: Trên thế giới, các nhà quản lý và hoạch định chính sách đang tích cực để hỗ trợ sự phát triển của hệ sinh thái công nghệ tài chính (Fintech). Hiện nay đã có hơn 50 quốc gia và vùng lãnh thổ tiến hành thành lập hoặc công bố Sandbox cho lĩnh vực Fintech. Bên cạnh đó, những trung tâm đổi mới cũng được thiết lập, và đôi khi chứa đựng Sandbox như một thành phần bao hàm trong đó. Bài viết lập luận rằng các trung tâm đổi mới cung cấp tất cả lợi ích cho việc hoạch định chính sách và thử nghiệm Sandbox, đồng thời hạn chế hầu hết hạn chế của Sandbox.
- Bài nghiên cứu “Fintech Sandboxes: Achieving a Balance between Regulation and Innovation” (tạm dịch: Sandbox cho Fintech: Cách để đạt được sự cân bằng giữa quy định và sáng tạo) của nhóm tác giả Lev Bromberg, Andrew Godwin và Ian Ramsay được đăng trên Tạp chí Luật Tài chính – Ngân hàng và Thực tiễn, tập 28, số 4, trang 314-336, năm 2017. Trong nghiên cứu của mình, nhóm tác giả nhận định: Sự phát triển của Fintech đang ngày càng phá vỡ các thị trường dịch vụ tài chính toàn cầu. Bối cảnh công nghệ phát triển nhanh chóng đã dẫn đến những thách thức cho các nhà quản lý tài chính, vốn đã phải đối mặt với các mục tiêu quan trọng sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu (GFC). Sandbox, nhằm

khuyến khích sự đổi mới bằng cách cho phép các doanh nghiệp thử nghiệm các dịch vụ Fintech của họ trong môi trường an toàn, là ví dụ cho sự thoát ly khỏi các phương pháp tiếp cận quy định truyền thống, thể hiện nỗ lực nắm bắt các quy định một cách chủ động.

- Tham luận “Fintech và cách mạng công nghiệp 4.0, những tác động lên thế giới tài chính” của tác giả Hoàng Hà (Khoa Đào tạo Quốc tế – Đại học Duy Tân) đóng góp tại Hội thảo quốc tế Khoa học quản trị và kinh doanh lần thứ VI năm 2017. Tham luận nhận định: Cách mạng công nghiệp 4.0 đang diễn ra mạnh mẽ và nhận được nhiều sự quan tâm của dư luận trong thời gian gần đây. Đối với thế giới tài chính, cuộc cách mạng này đã khai sinh ra thế hệ startup mới mang tên gọi chung là Fintech – các công ty khởi nghiệp bằng công nghệ tiên tiến dựa trên nền tảng Internet. Các công ty khởi nghiệp này, bằng những chiến lược riêng của mình, đang cạnh tranh với những lĩnh vực vốn là độc quyền của các ngành dịch vụ tài chính truyền thống như huy động vốn, cho vay, quản lý tài sản... Kết quả nghiên cứu cho thấy Fintech trong thời gian đây đã có những tác động to lớn lên thế giới tài chính và các định chế tài chính truyền thống. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng Fintech sẽ là một miền đất hứa với khởi nghiệp tại Việt Nam, giúp thúc đẩy đổi mới, cạnh tranh và phục vụ khách hàng tốt hơn. Đồng thời, như nhiều nghiên cứu trên thế giới đã chỉ ra, các nhà quản lý cần theo dõi sát sao nhưng không nên đưa ra các quy định quá sớm hoặc quá chặt chẽ, có thể dập tắt một lĩnh vực mang lại nhiều lợi thế cho Việt Nam trong cuộc cách mạng 4.0.

Ngoài các tài liệu trên, tác giả còn tham khảo thêm bài nghiên cứu “Thực trạng kinh tế chia sẻ ở Việt Nam: Kiến nghị giải pháp quản lý nhà nước” và bài nghiên cứu “Quản lý nhà nước trong nền kinh tế chia sẻ: Kinh nghiệm quốc tế và gợi ý cho Việt Nam” đều của Viện Nghiên cứu quản lý kinh tế Trung ương – Trung tâm Thông tin – Tư liệu (năm 2018); bài viết “Kinh tế chia sẻ: Thực trạng và giải pháp” của Hoàng Văn Cương đăng trên Tạp chí Khoa học và Công nghệ Việt Nam (năm 2020); bài viết “Ứng dụng Fintech trong thúc đẩy tài chính toàn diện tại Việt Nam” của Phạm Thị Huyền đăng trên Tạp chí Khoa học & Đào tạo ngân hàng số 209 – Tháng 10.2019; các bài viết trong Kỷ yếu hội thảo khoa học “Tương lai của fintech và ngân hàng: Phát triển và đổi mới” (Khoa Ngân hàng – Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh, năm 2018)... và các các bài viết gợi mở như bài viết “Sandbox – Cơ chế thử nghiệm áp dụng trong phạm vi hạn chế - kinh nghiệm quốc tế và một số gợi ý cho Việt Nam” của TS. Chu Thị Hoa đăng trên Tạp chí Nghiên cứu lập pháp (năm 2020); bài viết “Kinh nghiệm phát triển Fintech trong lĩnh vực ngân hàng từ cơ chế thử nghiệm Sandbox của Malaysia” của ThS. Trần Nguyễn Minh Hải đăng trên Tạp chí Thị trường tài chính – tiền tệ (năm 2019)...

#### 4. Phương pháp nghiên cứu

Trong xuyên suốt bài viết, tác giả sử dụng phương pháp duy vật biện chứng, dựa trên các cơ sở khoa học, cơ sở lý luận và bản chất thực tế của sự vật, hiện tượng nhằm giải thích và làm rõ những đặc điểm của đối tượng nghiên cứu chính (cơ chế thử nghiệm có kiểm soát) để rút ra những nhận xét phù hợp với thực tiễn. Ngoài ra, tác giả còn sử dụng phương pháp phân tích, tổng hợp, khái quát hóa từ các cơ sở lý luận, đường lối, chủ trương, chính sách hiện hành, số liệu... nhằm củng cố thêm giá trị cho các kiến nghị.

#### 5. Kết quả nghiên cứu và kết luận

##### 5.1. Fintech – Những xu hướng phát triển mới chưa từng có tiền lệ và nhu cầu điều chỉnh pháp luật

Dưới tác động mạnh mẽ của nền công nghiệp 4.0, các ý tưởng mới ngày càng được sản sinh và yếu tố công nghệ dần hòa trộn vào mọi lĩnh vực của đời sống kinh tế – xã hội. Hệ thống tài chính – ngân hàng, vốn đã tồn tại lâu đời, nay lại có xu hướng ứng dụng các thành tựu công nghệ để tạo ra nhiều cơ hội phát triển hơn<sup>2</sup>, từ đây, thuật ngữ Fintech ra đời nhằm mô tả tất cả hoạt động công nghệ trong lĩnh vực tài chính – ngân hàng (thuật ngữ “Fintech” được ghép từ 2 chữ cái đầu của “Financial” – thuộc về lĩnh vực tài chính, hiểu rộng ra là lĩnh vực tài chính – ngân hàng và “Technology” – nghĩa là công nghệ; phiên dịch là “công nghệ tài chính”). Điều này đặt ra yêu cầu điều chỉnh pháp luật đối với các quan hệ mới này. Tuy vậy, tâm lý dè dặt, thậm chí không muốn thừa nhận và điều chỉnh những quan hệ mới này, thường xuất hiện và khiến “các nhà làm luật” hạn chế áp dụng những chính sách mới, có tính đột phá khi chưa có đủ cơ sở. Điều đó có thể dẫn đến hậu quả làm triệt tiêu những nhiệt huyết, tinh thần khởi nghiệp và đổi mới sáng tạo của các doanh nghiệp còn non trẻ đang kinh doanh theo mô hình mới, ứng dụng công nghệ mới.

Hiện nay trên thị trường Việt Nam tồn tại khoảng 150 công ty Fintech đang hoạt động trong nhiều lĩnh vực khác nhau và thực tế cho thấy mảng hoạt động các công ty Fintech trên thị trường chiếm tỷ trọng lớn<sup>3</sup> là: thanh toán (60,526%), tiếp đến là Crowdfunding (gọi vốn cộng đồng, chiếm 10,526%), Bitcoin/Blockchain (tiền điện tử, chiếm 7,895%), POS/mPOS Management (giải pháp thanh toán kỹ thuật số, chiếm 5,263%), Data Management (quản lý dữ liệu, chiếm 5,263%), Personal Fiance (quản lý tài chính cá nhân, chiếm 5,263%), Lending (cho vay, chiếm 2,632%) và cuối cùng là Comparison sites

---

<sup>2</sup> Đặng Hà Giang (2020). Công nghệ tài chính: Cơ hội và thách thức phát triển ngân hàng số. *Tạp chí Tài chính*, Kỳ 2 – Tháng 7/2020. <<https://tapchitaichinh.vn/ngan-hang/cong-nghe-tai-chinh-co-hoi-va-thach-thuc-phat-trien-ngan-hang-so-330339.html>> [Ngày truy cập: 05 tháng 4 năm 2021].

<sup>3</sup> So với toàn bộ các mảng hoạt động của các công ty Fintech.

(chiếm 2,632%)<sup>4</sup>. Như vậy có thể thấy, lĩnh vực Fintech tại Việt Nam đang không ngừng phát triển. Tuy nhiên, khuôn khổ pháp lý hiện tại lại như “chiếc áo chật” so với Fintech, có thể hình dung 3 thái độ của “các nhà làm luật” một cách khái quát như sau:

Một là, ghi nhận và cố gắng điều chỉnh các lĩnh vực mới của Fintech như thanh toán điện tử, chuyển khoản trực tuyến... Trong đó, hoạt động sôi nổi và nhận được nhiều sự quan tâm nhất chính là thanh toán điện tử<sup>5</sup> với sự tham gia của các ứng dụng ví điện tử nổi tiếng, điển hình như MoMo hay Zalo Pay... Tính đến ngày 15/10/2020, tại Việt Nam đã có 39 doanh nghiệp cung ứng dịch vụ trung gian thanh toán điện tử hoạt động<sup>6</sup>. Tuy nhiên, nhiều vấn đề còn tồn tại đã cho thấy khả năng thích ứng kém của pháp luật so với thực tế. Điển hình như vấn đề an toàn và bảo mật thông tin khách hàng. Hầu hết ví điện tử đều sử dụng các thông tin cá nhân do người dùng cung cấp (như họ tên, số chứng minh nhân dân/căn cước công dân, số điện thoại...) để đối chứng với những thông tin của tài khoản ngân hàng liên kết. Điều này giúp đảm bảo tài khoản ngân hàng có thể liên kết trùng khớp với tài khoản ví nhằm tránh tình trạng lừa đảo, gian lận hoặc các hành vi vi phạm pháp luật khác có thể xảy ra. Tuy nhiên, một số ví điện tử đã “gài” thêm các điều khoản bất lợi cho khách hàng, như trong điều khoản sử dụng Zalo Pay có đoạn: “Trong trường hợp cần thiết, chúng tôi có thể tiết lộ và cung cấp các thông tin cá nhân của bạn tới các chuyên gia tư vấn, cơ quan có thẩm quyền, bên bảo hiểm, hoặc các định chế pháp lý” và “không đảm bảo rằng các công nghệ hoặc thủ tục có thể loại bỏ tất cả rủi ro về trộm cắp, mất mát hoặc sử dụng sai”. Như vậy, lo lắng của người dùng về tình trạng mất thông tin cá nhân khi xác thực (như xác thực ví điện tử) của khách hàng là hoàn toàn có cơ sở, khi họ buộc phải bấm “Đồng ý” với các điều khoản này nếu muốn sử dụng ứng dụng<sup>7</sup>.

Hai là, thái độ e dè, chưa ghi nhận khuôn khổ pháp lý cho một số mảng hoạt động của Fintech. Bên cạnh việc ghi nhận khuôn khổ pháp lý cho thanh toán điện tử, như đã trình bày ở trên, vẫn còn nhiều doanh nghiệp đã và đang khởi nghiệp để thực hiện các hoạt động trong các mảng khác, như gọi vốn, dịch vụ cho vay trực tuyến, chuyển tiền, quản lý

<sup>4</sup> Trần Nguyễn Minh Hải (2020). Phát triển Fintech trong lĩnh vực thanh toán tại Việt Nam. *Tạp chí Thị trường Tài chính – Tiền tệ*, Hiệp hội Ngân hàng Việt Nam. <<https://thitruongtaichinhvientien.vn/phan-trien-fintech-trong-linh-duc-thanh-toan-tai-viet-nam-25592.html>> [Ngày truy cập: 05 tháng 4 năm 2021].

<sup>5</sup> Nguyễn Thị Ánh Ngọc, Đặng Thùy Linh, Nguyễn Thị Diễm (2020). Thị trường ví điện tử Việt Nam – cơ hội và thách thức. *Tạp chí Ngân hàng*, số 8/2020. <<http://tapchinganhang.gov.vn/thi-truong-vi-dien-tu-viet-nam-co-hoi-va-thach-thuc.htm>> [Ngày truy cập: 05 tháng 4 năm 2021].

<sup>6</sup> Theo Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, chi tiết xem tại: <[https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/vi/menu/trangchu/tk/hdtt/ctccudvt?centerWidth=80%25&leftWidth=20%25&rightWidth=0%25&showFooter=false&showHeader=false&\\_adf.ctrl-state=21oyqu2i\\_4&\\_afLoop=11881043366654224#%40%3F\\_afLoop%3D11881043366654224%26centerWidth%3D80%2525%26leftWidth%3D20%2525%26rightWidth%3D0%2525%26showFooter%3Dfalse%26showHeader%3Dfalse%26\\_adf.ctrl-state%3Dxnsiviare\\_4](https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/vi/menu/trangchu/tk/hdtt/ctccudvt?centerWidth=80%25&leftWidth=20%25&rightWidth=0%25&showFooter=false&showHeader=false&_adf.ctrl-state=21oyqu2i_4&_afLoop=11881043366654224#%40%3F_afLoop%3D11881043366654224%26centerWidth%3D80%2525%26leftWidth%3D20%2525%26rightWidth%3D0%2525%26showFooter%3Dfalse%26showHeader%3Dfalse%26_adf.ctrl-state%3Dxnsiviare_4)> [Ngày truy cập: 05 tháng 4 năm 2021].

<sup>7</sup> Lưu Quý (2020). Sợ lộ dữ liệu cá nhân khi xác thực ví điện tử. *VN Express*. <<https://vnexpress.net/so-lo-du-lieu-ca-nhan-khi-xac-thuc-vi-dien-tu-4132843.html>> [Ngày truy cập: 05 tháng 4 năm 2021].

dữ liệu tài chính cá nhân”<sup>8</sup>. Tuy nhiên, những lĩnh vực này vẫn chưa có được khuôn khổ pháp lý phù hợp. Điều này cho thấy pháp luật Việt Nam hiện nay vẫn đang bỏ ngỏ rất nhiều mảng hoạt động của Fintech.

Ba là, một số mảng hoạt động của Fintech thậm chí còn bị cấm, đặt ra ngoài vòng pháp luật. Thực trạng các mảng hoạt động như tiền điện tử... dù bị cấm<sup>9</sup> và chưa xác định rõ bản chất pháp lý nhưng vẫn tồn tại và dần trở thành xu hướng sử dụng để thanh toán trên thế giới<sup>10</sup> đang tạo ra hãm lực cản trở đổi mới sáng tạo phát triển. Thực trạng này xuất phát từ đặc điểm ảnh hưởng rộng lớn, mạnh mẽ của lĩnh vực tài chính – ngân hàng đến nền kinh tế, bởi nếu công tác quản lý nhà nước xảy ra bất kỳ sai sót nào đều sẽ gây ra những ảnh hưởng cực kỳ khủng khiếp.

Từ những phân tích trên, có thể thấy, trong khi các cơ quan quản lý vẫn đang “loay hoay tìm kiếm” những quy định phù hợp, Fintech vẫn ngày ngày phát triển và thiếu vắng đi những hành lang pháp lý vững chắc. Chính vì những nguyên nhân trên đã đặt ra yêu cầu cấp thiết phải điều chỉnh pháp luật sao cho phù hợp với sự phát triển của Fintech.

## **5.2. Sandbox – Một phương pháp tiếp cận thích hợp để xây dựng khuôn khổ pháp lý cho Fintech**

Nếu ví các chính sách, quy phạm pháp luật như “phần mềm giả lập”, những “nhà làm luật” chính là các lập trình viên luôn cố gắng để tạo ra các phần mềm phù hợp với người dùng và diễn biến của nền kinh tế – xã hội, thuận lợi để người dùng tạo ra các giá trị mới trong môi trường vận hành, kiểm soát của phần mềm. Trong lĩnh vực công nghệ thông tin, phương pháp Agile (phương pháp phát triển phần mềm linh hoạt) là phương pháp phổ biến và được nhiều doanh nghiệp phần mềm áp dụng. Phương pháp này chú trọng vào vấn đề thử nghiệm và cải tiến sản phẩm được lặp đi lặp lại, giúp tạo ra những phần mềm tối ưu nhất, và khi đưa vào triển khai thực tế, những trục trặc, sai sót sẽ ít xảy ra hơn.

Trong khi việc tạo lập và triển khai sử dụng sản phẩm phần mềm có được môi trường kiểm thử liên tục theo phương pháp Agile, việc soạn thảo và ban hành chính thức một chính sách, quy phạm pháp luật lại thiếu một môi trường thử nghiệm. Và nhất là khi nền kinh tế của Việt Nam đang dần trở nên hội nhập sâu rộng với nền kinh tế thế giới, nhiều mô hình kinh doanh, khái niệm, sản phẩm kinh tế mới dần xuất hiện mà chưa có khuôn

---

<sup>8</sup> Nguyễn Kim Anh (2017). Fintech – Xu hướng phát triển và khuyến nghị đối với NHNN. *Ngân hàng Nhà nước Việt Nam*.

<sup>9</sup> Theo khoản 6, 7 Điều 1 Nghị định 80/2016/NĐ-CP về sửa đổi bổ sung một số điều của ND101/2012/NĐ-CP về thanh toán không dùng tiền mặt về thanh toán không dùng tiền mặt, thì tiền điện tử không được xem là một phương tiện thanh toán.

<sup>10</sup> Phong Đỗ (2021). Apple chấp nhận thanh toán bằng Bitcoin. Báo Thanh niên Online. <<https://thanhnien.vn/cong-nghe/apple-chap-nhan-thanh-toan-bang-bitcoin-1341893.html>> [Ngày truy cập: 05 tháng 4 năm 2021].

khả pháp lý điều chỉnh cụ thể, những doanh nghiệp ứng dụng công nghệ mới (như fintech, blockchain...) hay doanh nghiệp kinh doanh theo những mô hình kinh tế mới (như kinh tế chia sẻ...) – những doanh nghiệp áp dụng công nghệ số và đổi mới sáng tạo, nhất thiết phải tiên phong nhằm tạo ra những sản phẩm mới từ các ý tưởng sáng tạo (gọi tắt là các công ty tiên phong sáng tạo), sẽ là những đối tượng phải chịu thiệt thòi nhiều nhất và khó có cơ hội phát triển trước những rào cản pháp lý. Để giải quyết những vấn đề nêu trên, một số quốc gia trên thế giới như Anh<sup>11</sup>, Hàn Quốc<sup>12</sup>, Singapore<sup>13</sup>... đã xây dựng và áp dụng “Cơ chế thử nghiệm có kiểm soát – Regulatory Sandbox” (gọi tắt là “Sandbox”) cho hoạt động của các doanh nghiệp khởi nghiệp có áp dụng ứng dụng công nghệ, hay doanh nghiệp kinh doanh theo mô hình kinh tế mới, nhất là trong lĩnh vực Fintech.

Cơ chế thử nghiệm có kiểm soát – Regulatory Sandbox (hay gọi tắt là “Sandbox”) là tạo ra không gian thuận lợi có kiểm soát với các cơ chế quản lý, điều hành riêng (nằm ngoài khung pháp lý hiện tại) để tiến hành thử nghiệm các biện pháp quản lý của Nhà nước đối với những công ty tiên phong sáng tạo và các lĩnh vực mới xuất hiện, có sức ảnh hưởng lớn đến thị trường. Với mục tiêu hướng đến tháo gỡ các rào cản phát triển cho sản phẩm mới, đáp ứng quy định và tạo ra giá trị cho xã hội, có thể thấy, Sandbox nổi bật khi so sánh với mô hình thí điểm bởi tính an toàn (do được kiểm soát chặt chẽ) và áp dụng cho những “cái mới” chưa được pháp luật điều chỉnh. Yếu tố “kiểm soát chặt chẽ”<sup>14</sup> mang lại cho Sandbox một khung giới hạn, khiến những công ty bên trong Sandbox tách biệt tương đối so với các công ty bên ngoài về mặt cơ chế quản lý, điều hành (có thể nằm ngoài khung pháp lý hiện tại đang được áp dụng chung). Như vậy, Sandbox mang đầy đủ những ưu điểm nổi bật để giúp “các nhà làm luật” có cơ hội thử nghiệm và hạn chế sai sót trong việc xây dựng khuôn khổ pháp lý cho Fintech.

---

<sup>11</sup> Financial Conduct Authority – FCA (2017). Regulatory sandbox lessons learned report. *Website FCA*. Available at: <<https://www.fca.org.uk/publication/research-and-data/regulatory-sandbox-lessons-learned-report.pdf>> [Accessed 05 April 2021].

<sup>12</sup> Vietnamnet (2018). Hàn Quốc: Các công ty Fintech được miễn một số quy tắc pháp lý theo “regulatory sandbox”. *Website Vietnamnet*. <<https://ictnews.vietnamnet.vn/cuoc-song-so/han-quoc-cac-cong-ty-fintech-duoc-mien-mot-so-quy-tac-phap-ly-theo-regulatory-sandbox-25956.html>> [Ngày truy cập: 05 tháng 4 năm 2021].

<sup>13</sup> Monetary Authority of Singapore – MAS (2019). Overview of Regulatory Sandbox. *Website MAS*. Available at: <<https://www.mas.gov.sg/development/fintech/regulatory-sandbox>> [Accessed 05 April 2021].

<sup>14</sup> Bao gồm các nội dung chính như: (1) Mục tiêu và nguyên tắc hoạt động, (2) Điều kiện áp dụng Sandbox, (3) Đối tượng và số lượng tham gia vào Sandbox, (4) Không gian và thời gian của Sandbox, (5) Các yếu tố kiểm soát của Sandbox và biện pháp giảm thiểu ảnh hưởng khi thử nghiệm thất bại.

### 5.3. Khả năng sử dụng Sandbox trong xây dựng khuôn khổ pháp lý cho một vài mảng hoạt động của Fintech

Hiện nay tại Việt Nam, Sandbox đã được nhắc đến trong nhiều văn bản mang tính chất quan điểm chỉ đạo thực hiện như Nghị quyết số 52-NQ/TW của Bộ Chính trị, Quyết định số 99/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ và nhất là đã được “định hình sơ bộ” tại dự thảo Nghị định về Cơ chế thử nghiệm có kiểm soát hoạt động công nghệ tài chính trong lĩnh vực ngân hàng. Được “bật đèn xanh” từ Đảng và Chính phủ, Sandbox hoàn toàn có khả năng được sử dụng trong xây dựng khuôn khổ pháp lý cho một số mảng hoạt động của Fintech trong tương lai, lý do cụ thể như sau:

Một là, Việt Nam được xem là thị trường tiềm năng trong việc áp dụng và phát triển công nghệ số trong lĩnh vực tài chính – ngân hàng. Việt Nam hiện có 3 yếu tố thuận lợi để tạo nên thị trường tiềm năng cho Fintech phát triển, đó là: (1) dân số trẻ với hơn 90 triệu dân cùng độ tuổi trung bình hơn 30, trong đó chủ yếu là thế hệ Millennials (những người có năm sinh từ 1980 đến 2000, có cuộc sống gắn liền với internet); (2) Việt Nam hiện có tỷ lệ phổ cập di động cao (trên 145%) và tỷ lệ sử dụng để tiến hành các giao dịch ngân hàng rất thấp (4%)<sup>15</sup>; (3) số lượng người sử dụng điện thoại thông minh (Smartphone) là 24,6 triệu người và tỷ lệ sử dụng tiền mặt cao (90%)<sup>16</sup>.

Hai là, các cơ quan quản lý nhà nước đã có những động thái nhất định trong việc quản lý và thúc đẩy Fintech phát triển (trong đó bao gồm việc xây dựng cơ chế thử nghiệm có kiểm soát Sandbox). Nhận thức được sự phát triển nhanh chóng và tiềm năng của Fintech, Thống đốc Ngân hàng Nhà nước đã thành lập Ban chỉ đạo về Fintech<sup>17,18</sup> có nhiệm vụ tham mưu giúp Thống đốc nhằm hoàn thiện hệ sinh thái Fintech và khuôn khổ pháp lý, từ đó tạo điều kiện thuận lợi giúp các doanh nghiệp Fintech Việt Nam phát triển, phù hợp với chủ trương, định hướng của Chính phủ. Vào tháng 5 năm 2017, Ban chỉ đạo đã tiến hành khảo sát trên quy mô lớn đối với cộng đồng Fintech nhằm tổng kết và phân tích kết quả về hoạt động Fintech tại Việt Nam, từ đó xác định được những vấn đề còn tồn tại, cần giải quyết để từng bước xây dựng các chính sách quan trọng trong trung và dài hạn đối với hoạt động Fintech trong lĩnh vực tài chính – ngân hàng. Đến tháng 6 năm 2019, Ngân hàng Nhà nước đã hoàn thiện và trình Dự thảo Đề án về Cơ chế thử nghiệm có kiểm soát (Regulatory Sandbox) cho các doanh nghiệp Fintech cung ứng giải pháp, dịch vụ trong lĩnh vực ngân hàng. Ngân hàng Nhà nước cũng đang nghiên cứu để thành lập một

<sup>15</sup> Trong khi tỷ lệ sử dụng điện thoại cho mạng xã hội là 46% và tìm kiếm nội dung là 45%.

<sup>16</sup> Minh Tuyết (2015). Mobile marketing forum on way. *Vietnam Economic Times*.

<sup>17</sup> Theo Quyết định số 328/QĐ-NHNN ngày 16/3/2017.

<sup>18</sup> Với các thành viên bao gồm: Vụ Pháp chế, Vụ Chính sách tiền tệ, Vụ Hợp tác quốc tế, Cục Công nghệ Thông tin, Viện Chiến lược, Cơ quan Thanh tra giám sát Ngân hàng, Trung tâm Thông tin tin dụng quốc gia Việt Nam (CIC), Công ty Cổ phần Thanh toán quốc gia Việt Nam (Napas).



Trung tâm đổi mới sáng tạo Fintech (Innovation Hub) và kêu gọi sự hợp tác từ một số ngân hàng và doanh nghiệp lớn với 3 hoạt động trọng tâm bao gồm: (i) tạo không gian làm việc chung; (ii) mời chuyên gia giàu kinh nghiệm đến hỗ trợ; và (iii) hỗ trợ kêu gọi vốn đầu tư cho các doanh nghiệp Fintech<sup>19</sup>.

Ba là, một số mảng hoạt động của Fintech đã có đủ cơ sở để tự chứng minh cho việc có thể tồn tại trên thị trường và biểu thị đang rất cần môi trường thử nghiệm như Sandbox để phát triển. Một ví dụ điển hình là hoạt động cho vay ngang hàng<sup>20</sup>. Tính đến ngày 28/12/2020, tuy đã có 11 công ty thực hiện hoạt động cho vay ngang hàng tại Việt Nam<sup>21</sup>, nhưng do khung pháp lý điều chỉnh hoạt động này vẫn chưa chặt chẽ, đã gây nên những biến tướng trong thực tế. Xét về khía cạnh hình thức hoạt động, hầu hết công ty nêu trên đều hoạt động dưới dạng công ty cung cấp phần mềm công nghệ đơn thuần hoạt động ở các ngành nghề như tư vấn, môi giới, hỗ trợ tài chính... tuy nhiên lại thực hiện nhiều hoạt động tín dụng khác rộng hơn ngành nghề đã đăng ký. Ngoài ra, cũng có công ty lựa chọn hướng đi hợp tác với các ngân hàng như CTCP Interloan đã hợp tác với Sacombank, Vietcapital Bank và Nam Á bank; CTCP Tima hợp tác với Nam Á Bank và NCB; CTCP Lendbiz lựa chọn hợp tác với VIB, PGbank...

Hầu hết quốc gia trên thế giới đều nhìn nhận cho vay ngang hàng là ngành nghề kinh doanh riêng biệt, có điều kiện và được quản lý chặt chẽ (về giới hạn, trách nhiệm...). Như vậy, việc thiếu sót những quy định cũng như khung pháp lý riêng điều chỉnh hoạt động cho vay ngang hàng<sup>22</sup> đang khiến hoạt động này nằm ngoài vòng kiểm soát và dễ trở nên biến tướng. Theo Vụ Chính sách tiền tệ Việt Nam, trong tài liệu “Hoạt động cho vay ngang hàng – P2P Lending” năm 2020, có 8 khía cạnh các quốc gia phát triển trên thế giới quan tâm trong việc triển khai và đảm bảo cho vay ngang hàng được vận hành hiệu quả, đó là: (1) giới hạn (dịch vụ, mức cho vay, mức đi vay), (2) hệ thống điện tử an toàn (nhằm bảo vệ dữ liệu và thông tin khách hàng), (3) rủi ro rửa tiền và tài trợ khủng bố, (4) trách nhiệm của các bên, (5) trách nhiệm công bố thông tin của doanh nghiệp, (6) khía cạnh truyền thông, (7) các hành vi bị cấm, (8) trách nhiệm báo cáo và hoạt động giám sát của Nhà nước.

---

<sup>19</sup> Yamadera, S. T (2019). Understanding Technology in Payment System. SBV, Hà Nội.

<sup>20</sup> Cho vay ngang hàng (P2P Lending) được xây dựng dựa trên nền tảng công nghệ nhằm tạo ra những trung gian kết nối giữa người cho vay và người đi vay nhằm đáp ứng các nhu cầu vay mà không thông qua các tổ chức tài chính truyền thống.

<sup>21</sup> Lender.vn (2020). Cập nhật danh sách các công ty cho vay ngang hàng đang hoạt động tại Việt Nam. Website Lender. <<https://lender.vn/cap-nhat-danh-sach-cac-cong-ty-cho-vay-ngang-hang-dang-hoat-dong-tai-viet-nam.html>> [Ngày truy cập: 05 tháng 4 năm 2021].

<sup>22</sup> Hoạt động cho vay ngang hàng không được quy định là ngành nghề kinh doanh riêng biệt trong Quyết định số 27/2018/QĐ-TTg ngày 06/7/2018 của Thủ tướng Chính phủ.

Như vậy, hoạt động cho vay ngang hàng hiện nay đã có thể tồn tại trên thị trường và việc thiếu vắng hành lang pháp lý cụ thể đang cản trở việc phát triển của hoạt động này. Mặc dù các rủi ro về mặt tín dụng có thể được giải quyết phần nào thông qua áp dụng Luật Đầu tư năm 2014, sửa đổi, bổ sung năm 2017 và Luật Các tổ chức tín dụng năm 2010 (với cơ chế giám sát tín dụng đặc thù), tuy nhiên việc chưa được công nhận là một ngành nghề riêng biệt cũng vô hình chung gây khó khăn trong việc áp dụng pháp luật và bảo vệ lợi ích chính đáng khi các lừa đảo xảy ra. Như vậy, khả năng áp dụng Sandbox để xây dựng khuôn khổ pháp lý cho hoạt động cho vay ngang hàng hoàn toàn có khả năng và việc sớm triển khai thử nghiệm (với đối tượng ứng tuyển tham gia là các công ty đã hoạt động và dẫn đầu thị trường) sẽ phần nào giúp hoạt động này sớm có được hành lang pháp lý phù hợp, phục vụ sự phát triển chung của thị trường.

#### **5.4. Một số nhận xét và kiến nghị khi sử dụng Sandbox để xây dựng khuôn khổ pháp lý cho một vài lĩnh vực của Fintech**

Sandbox không phải là công cụ toàn năng, mục tiêu của Sandbox không phải là quyết định chính sách hay quy phạm pháp luật nào được miễn hay sửa đổi, mà hướng đến tháo gỡ các rào cản phát triển cho sản phẩm mới, đáp ứng quy định và tạo ra giá trị cho xã hội. Các Sandbox chủ yếu chỉ giúp giải tỏa tạm thời cho một số ít doanh nghiệp, không phải toàn bộ doanh nghiệp trên thị trường. Xét cho cùng, Sandbox cũng chỉ là môi trường thử nghiệm – một “phép thử” cho các biện pháp quản lý của Nhà nước; chính sách và cơ chế quản lý, điều hành linh hoạt, phù hợp với thực trạng kinh tế – xã hội mới là cơ chế tốt nhất để thúc đẩy đổi mới.

Khi áp dụng Sandbox, các Chính phủ phải chấp nhận việc thay đổi tư duy lập pháp khác với trước kia, chấp nhận tăng cường việc sử dụng các bằng chứng thực nghiệm trong xây dựng chính sách và cho phép một vài cơ quan (như cơ quan điều hành Sandbox) có thể thay đổi pháp luật một cách nhanh chóng (tất nhiên không quá nhanh).

Để xây dựng nên một Sandbox thành công, tác giả đưa ra những kiến nghị mang tính chất định hướng tham khảo, cụ thể như sau:

Một là, cần thiết phải có cơ quan quản lý và điều hành riêng biệt cho từng Sandbox (khi thành lập), nhằm đảm bảo hoạt động của Sandbox được hiệu quả và kịp thời can thiệp khi có vấn đề phát sinh. Khác với FCA của Anh, CFPB của Hoa Kỳ, MAS của Singapore, FTEG của Malaysia hay gọi tắt là cơ quan quản lý chung về Sandbox, các cơ quan được nhắc đến trong đề xuất này được tạo ra khi một Sandbox cụ thể được thiết lập (tức thuộc cấp nhỏ hơn cơ quan quản lý chung về Sandbox) và đảm nhận các vai trò cụ thể như thẩm định hồ sơ ứng tuyển tham gia Sandbox, chịu trách nhiệm vận hành Sandbox và kiến nghị kịp thời các giải pháp nhằm giải quyết các vấn đề hoặc rủi ro phát sinh. Việc

ngiên cứu để thành lập cũng như bố trí hệ thống tổ chức, nhân sự... của các cơ quan này cần phải được suy xét và tiến hành kỹ lưỡng nhằm phù hợp với yêu cầu thực tiễn đặt ra.

Ở bất kỳ thử nghiệm nào, việc thất bại hoàn toàn có thể xảy ra. Do vậy, yếu tố quan trọng nhất chính là cơ quan quản lý Sandbox. Khi tiến hành tạo lập Sandbox, Nhà nước sẽ đóng vai trò là “những nhà thầu xây dựng”, phụ trách thiết lập nên những nền móng đầu tiên, tạo ra “hàng rào pháp lý” và thành lập cơ quan điều hành có chức năng quản lý tất cả mọi hoạt động của Sandbox và chịu trách nhiệm với những sai sót, tác động, hậu quả của nó. Cơ quan điều hành này sẽ phối hợp với các cơ quan có thẩm quyền nhằm xây dựng một bảng các tiêu chuẩn, nhằm chọn ra các công ty phù hợp tham gia Sandbox và nhất là đóng vai trò của “nhà tuyển dụng”. Cơ quan này sẽ có nhiều chức năng tùy thuộc vào quan điểm của các Nhà nước và loại Sandbox, tuy nhiên, nó phải thực hiện một số chức năng sau:

(1) Theo dõi sự vận hành của Sandbox và thực trạng hoạt động của các công ty tham gia thử nghiệm.

(2) Thường xuyên tổ chức trao đổi, thảo luận với các công ty trong Sandbox để tìm ra các vấn đề pháp lý còn bỏ ngỏ hoặc vướng mắc, từ đó lắng nghe thêm các giải pháp từ phía các công ty này.

(3) Đề xuất các sửa đổi nhằm hoàn thiện các cơ chế quản lý, điều hành của Sandbox nhằm tìm ra các biện pháp đúng đắn, phù hợp với mục tiêu, quan điểm của Nhà nước khi thành lập Sandbox.

Với sự đồng hành sát sao từ cơ quan điều hành Sandbox, những tác động tiêu cực từ Sandbox và sự thất bại sẽ được hạn chế xảy ra.

Hai là, cần tiến hành nghiên cứu để xác định các mảng hoạt động của Fintech để quản lý phù hợp. Theo đó, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam có thể soạn thảo một phụ lục, trong đó liệt kê đầy đủ những lĩnh vực đương nhiên có thể được tiến hành thử nghiệm; và quy định rằng đối với các lĩnh vực không nằm trong phụ lục sẽ tùy trường hợp cụ thể mà xem xét, như vậy sẽ tăng cường công tác quản lý và phát huy vai trò của các cơ quan quản lý nhà nước.

Ngoài ra, không phải bất kỳ trường hợp nào cũng đều có thể áp dụng Sandbox. Vì vậy, trước khi quyết định có áp dụng Sandbox hay không, các cơ quan quản lý nhà nước phải làm rõ tối thiểu 4 câu hỏi sau:

(1) Các biện pháp quản lý của Nhà nước hiện nay đang bất cập như thế nào đối với lĩnh vực, mô hình kinh doanh hay sản phẩm kinh tế mới xuất hiện?

(2) Liệu có thể thay thế bằng các biện pháp quản lý khác vẫn có thể đạt được mục tiêu chính sách đã đề ra?

(3) Liệu có thể tìm kiếm các giải pháp từ các buổi đối thoại với doanh nghiệp, ý kiến của chuyên gia hoặc biện pháp quản lý hiệu quả của các quốc gia phát triển trên thế giới... vẫn đạt được mục tiêu chính sách?

(4) Sự tác động của lĩnh vực, mô hình kinh doanh hay sản phẩm kinh tế mới xuất hiện có đủ lớn để phải áp dụng Sandbox hay không?

Một ví dụ cho lập luận trên là quy định đối với giao dịch sử dụng công nghệ cho phép khách hàng thực hiện giao dịch không cần gặp mặt trực tiếp nhân viên, theo điểm a khoản 2 Điều 8 của Nghị định 116/2013/NĐ-CP, yêu cầu hoạt động xác thực lần đầu phải gặp mặt trực tiếp. Do đó, trong hoạt động Fintech, việc xác thực lần đầu bằng eKYC (phương thức định danh khách hàng trực tuyến, không cần gặp mặt trực tiếp) sẽ là trái quy định. Suy xét một cách chi tiết, mục tiêu của quy định tại Nghị định 116/2013/NĐ-CP nhằm để chống rửa tiền. Do đó, nếu doanh nghiệp muốn áp dụng eKYC cần phải trình bày các giải pháp thay thế để vẫn đạt được mục đích chống rửa tiền mà không cần phải đáp ứng quy định tại Nghị định nêu trên. Tiếp đó, cơ quan nhà nước có thẩm quyền sẽ tiến hành thẩm định các giải pháp thay thế được doanh nghiệp đề xuất xem có đáp ứng được mục tiêu quản lý không – nếu đạt được cho phép doanh nghiệp áp dụng giải pháp đó, thay vì phải đáp ứng quy định pháp luật. Và như vậy trong vấn đề này không cần áp dụng đến Sandbox.

Ba là, cần nghiên cứu để xác định các giới hạn về phạm vi và thời gian thử nghiệm phù hợp. Nhìn từ trường hợp thí điểm của Grab và Uber, phạm vi và thời gian thí điểm quá rộng, khiến công tác quản lý không được đảm bảo. Tham khảo theo Singapore, Việt Nam đầu tiên nên thành lập những trung tâm khoa học công nghệ (điển hình như Khu công nghệ cao tại Thành phố Thủ Đức, Thành phố Hồ Chí Minh), tiếp đó là thiết lập nên một môi trường thử nghiệm có kiểm soát (có thể là Thành phố Hồ Chí Minh) vừa có phạm vi vừa phải, dễ dàng quản lý và điều hành để tiến hành các thử nghiệm. Về thời gian thử nghiệm, Việt Nam có thể quy định 12 tháng và tùy trường hợp có thể xem xét gia hạn (như Singapore).

Bốn là, không nên giới hạn đối tượng và số lượng tham gia thử nghiệm. Việc giới hạn nhằm đảm bảo một cơ cấu thành phần nhất định để Sandbox có thể hoạt động hiệu quả không nên được quy định thẳng thắn, mà nên được ẩn giấu thông qua các tiêu chuẩn xét duyệt như cách Singapore đã thực hiện (nên quy định một số tiêu chuẩn “cứng” và để các tiêu chuẩn còn lại ở chế độ linh hoạt). Như vậy lúc này, vai trò của cơ quan quản lý, điều hành Sandbox sẽ phát huy tác dụng trong việc thẩm định và xét duyệt các hồ sơ ứng tuyển.

Phải nhìn nhận chung một tiêu chuẩn rằng, các công ty tiên phong sáng tạo muốn tham gia Sandbox phải đáp ứng được tối thiểu 3 tiêu chuẩn cơ bản sau: các công ty này phải (1) có các sản phẩm, dịch vụ, giải pháp hay mô hình kinh doanh mới chưa từng tồn tại trước đó, hoặc sản phẩm, dịch vụ có áp dụng công nghệ mới, tiên tiến hơn những công nghệ hiện tại và không thể “bắt chước”; và (2) chưa được điều chỉnh trong quy định pháp luật hiện hành. Quan trọng hơn, (3) những sản phẩm, dịch vụ ứng dụng công nghệ mới này phải có giá trị và lợi ích cho xã hội.

Ngoài ra, khi chấp nhận tham gia thử nghiệm trong môi trường Sandbox, doanh nghiệp phải cam kết đảm bảo việc tuân thủ tất cả yêu cầu, quy định pháp luật và các quy tắc trong Sandbox, bắt buộc có nghĩa vụ công bố thông tin và cam kết trách nhiệm với khách hàng trong thời gian thử nghiệm, đồng hành cùng các nhà quản lý để điều chỉnh các quy định sao cho phù hợp nhất với thực tiễn chính đáng đặt ra mà không làm hạn chế các sáng tạo, đảm bảo các sản phẩm, dịch vụ được cung ứng có lợi (ví dụ chi phí rẻ...) cho người tiêu dùng và xã hội, cam kết chịu trách nhiệm khi có sự cố, thiệt hại... xảy ra. Việc quy định những tiêu chuẩn khắt khe hơn sẽ được tùy biến ở mỗi loại Sandbox khác nhau, phụ thuộc vào từng lĩnh vực và quan điểm của các cấp có thẩm quyền.

Năm là, cần xác lập cụ thể những tiêu chí thẩm định và hồ sơ ứng tuyển cụ thể. Việt Nam có thể quy định các tiêu chuẩn “cứng” bao gồm: tính sáng tạo của sản phẩm, dịch vụ hoặc giải pháp đề xuất thử nghiệm; bảo mật thông tin khách hàng; các quy định về phòng chống rửa tiền; đảm bảo an toàn cho tiền và tài sản của khách hàng; và tiêu chí về sự phù hợp, tính đúng đắn của đối tượng tiến hành thử nghiệm, đặc biệt là về sự trung thực và liêm chính.

Ngoài ra, với vai trò nơi thử nghiệm pháp lý cho các hoạt động của doanh nghiệp Fintech và hạn chế các rủi ro có thể xảy ra như: rủi ro lạm dụng thị trường; rủi ro rửa tiền và tài trợ khủng bố; rủi ro loại bỏ tài chính; rủi ro bảo mật và rò rỉ dữ liệu; rủi ro không minh bạch; rủi ro phí trung gian cao. Việt Nam có thể quy định theo hướng:

- Liệt kê các mục tiêu mà Nhà nước cho rằng cần quản lý để hạn chế những rủi ro tiềm ẩn có thể xuất hiện và yêu cầu các công ty ứng tuyển giải trình.
- Hồ sơ ứng tuyển của công ty có nguyện vọng tham gia thử nghiệm phải chỉ ra được những rào cản pháp lý đang cản trở việc thực hiện dự án kinh doanh, kèm với đó là đề xuất những biện pháp khắc phục. Những biện pháp này có thể thay thế các biện pháp hiện hành được pháp luật quy định, nhưng vẫn phải đáp ứng được các mục tiêu quản lý ban đầu đã được đề ra.
- Cơ quan quản lý, điều hành Sandbox khi tiến hành thẩm định các biện pháp nêu trên phải xem tính hiệu quả, khả năng triển khai và có đáp ứng được các mục tiêu chính sách đã đề ra hay không. Nếu có phải cấp phép ngay để công ty triển khai

dự án của mình và theo dõi các hiệu quả mang nhằm đề xuất để các biện pháp đó thay cho các quy định pháp luật hiện hành đang gây cản trở.

Như vậy, theo cách tiếp cận này, các công ty tiên phong sáng tạo sẽ hiểu được những vấn đề mà cơ quan quản lý quan tâm, từ đó có thể thiết kế các đề án phù hợp hơn, tập trung hơn vào giải trình những điểm quan trọng. Các cơ quan quản lý sẽ giảm được thời gian xét duyệt đề án do đề án đã được sắp xếp theo các mục tiêu quản lý, cơ quan quản lý chỉ cần xem xét khả năng đáp ứng và tính khả thi của các đề án so với các mục tiêu quản lý mà mình đã đề ra.

Sáu là, việc thông báo kết quả ứng tuyển phải hướng đến việc giúp doanh nghiệp có thể hoạt động và phát triển. Theo đó, nếu hồ sơ của doanh nghiệp không đáp ứng đầy đủ các tiêu chuẩn đã đưa ra, doanh nghiệp nên có quyền ứng cử lại sau khi đã bổ sung hồ sơ, tránh tình trạng “bỏ rơi” ngay từ lần thất bại đầu tiên. Bên cạnh đó, nếu lĩnh vực hoạt động của doanh nghiệp là hợp pháp theo các quy định hiện hành và không có vướng mắc về mặt pháp lý khi hoạt động, cơ quan xét duyệt phải thông báo (bằng văn bản) cho doanh nghiệp về tính hợp pháp của mô hình kinh doanh hiện nay của doanh nghiệp. Điều này giúp doanh nghiệp có thể tự tin và hiểu rõ thêm về các quy định của pháp luật, có thể yên tâm hoạt động và đầu tư phát triển.

Bảy là, cho phép việc điều chỉnh có thể được thực hiện. Việc cho phép các doanh nghiệp điều chỉnh các nội dung trong đề án thử nghiệm hoàn toàn hợp lý vì chỉ khi trải qua thực nghiệm, sản phẩm, dịch vụ hoặc giải pháp đề xuất thử nghiệm mới bộc lộ những khiếm khuyết. Việc cho phép, sau quá trình xem xét, thống nhất với cơ quan quản lý, sẽ giúp những đối tượng tiến hành thử nghiệm này có thể phát triển một cách phù hợp hơn. Bên cạnh đó, yếu tố “điều chỉnh” còn được sử dụng trong việc xem xét một cách linh hoạt để cho phép kéo dài hoặc rút ngắn khung phạm vi (phạm vi, thời gian thử nghiệm), giúp các doanh nghiệp thử nghiệm thuận lợi hơn trong quá trình hoạt động.

Tám là, việc cho phép thu hồi phê duyệt thử nghiệm là đáng xem xét. Sandbox được tạo ra với mục tiêu lành mạnh hóa thị trường và với ý nghĩa tích cực. Tuy nhiên, khi các công ty thử nghiệm có ý đồ xấu, có hành vi vụ lợi, không tuân thủ theo các tiêu chuẩn, quy tắc và trách nhiệm đã cam kết, việc Nhà nước thu hồi phê duyệt và loại bỏ các công ty này ra khỏi Sandbox là hoàn toàn hợp lý. Các trường hợp thu hồi phê duyệt có thể tham khảo trong Khuôn khổ Sandbox trong lĩnh vực Fintech của Malaysia<sup>23</sup> tại mục 10.1, cụ thể như sau:

---

<sup>23</sup> FTEG (2016). Financial Technology Regulatory Sandbox Framework. *Website FTEG*. Available at: <<https://www.bnm.gov.my/-/financial-technology-regulatory-sandbox-framework-2?inheritRedirect=true&>

- (1) Không thực hiện đúng và đủ các biện pháp bảo vệ và trách nhiệm của công ty.
- (2) Cung cấp thông tin sai lệch, gây hiểu lầm, không chính xác hoặc đã che giấu, không tiết lộ sự thật quan trọng trong đơn đăng ký.
- (3) Vi phạm bất kỳ quy phạm pháp luật hiện hành ở Malaysia hoặc tại nước ngoài có thể làm ảnh hưởng đến thị trường của Malaysia.
- (4) Đang trong quá trình thanh lý hoặc đã được thanh lý.
- (5) Vi phạm các yêu cầu về bảo mật và bảo mật dữ liệu.
- (6) Tiến hành hoạt động kinh doanh gây bất lợi cho khách hàng hoặc công chúng nói chung.
- (7) Không giải quyết bất kỳ khiếu nại, sai sót hoặc lỗi hỏng kỹ thuật nào trong sản phẩm, dịch vụ hoặc giải pháp và làm phát sinh sự cố gián đoạn, hoặc đã gian lận.

### Tài liệu tham khảo

- Aziz, M. R. A. (2019). Malaysia Regulatory Sandbox: Use case from participant perspective. Fintech Association of Malaysia. Available at: <[http://www.fintechweek.or.kr/download.php?downloadfilename=24c\\_KFW2019\\_Sandbox\\_Session%204\\_Ridzuan%20Aziz.pdf](http://www.fintechweek.or.kr/download.php?downloadfilename=24c_KFW2019_Sandbox_Session%204_Ridzuan%20Aziz.pdf)> [Accessed 05 April 2021].
- Buckley, Douglas W. Arner, Robin Veidt, Dirk A. Zetsche (2020). Building FinTech Ecosystems: Regulatory Sandboxes, Innovation Hubs and Beyond. Washington University Journal of Law and Policy, Vol. 61, 2020. Available at: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3455872](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3455872)> [Accessed 05 April 2021].
- Chu Thị Hoa (2019). Sandbox – Cơ chế thử nghiệm áp dụng trong phạm vi hạn chế - kinh nghiệm quốc tế và một số gợi ý cho Việt Nam. Tạp chí Nghiên cứu Lập pháp, số 16, trang 391. <<http://lapphap.vn/Pages/tintuc/tinchitiet.aspx?tintucid=210382>> [Ngày truy cập: 05 tháng 4 năm 2021].
- Đặng Hà Giang (2020). Công nghệ tài chính: Cơ hội và thách thức phát triển ngân hàng số. Tạp chí Tài chính, Kỳ 2 – Tháng 7/2020. <<https://tapchitaichinh.vn/ngan-hang/cong-nghe-tai-chinh-co-hoi-va-thach-thuc-phat-trien-ngan-hang-so-330339.html>>
- Đặng Văn Phúc (2019). Một số gợi ý về xây dựng sandbox cho Việt Nam. Tạp chí Thông tin và Truyền thông Kỳ 1 – Bưu chính Viễn thông và CNTT tháng 8/2019. <<https://ictvietnam.vn/mot-so-goi-y-ve-xay-dung-sandbox-cho-viet-nam-7303.htm>> [Ngày truy cập: 5 tháng 4 năm 2021].
- Dự thảo Đề nghị xây dựng Nghị định về Cơ chế thử nghiệm có kiểm soát hoạt động công nghệ tài chính trong lĩnh vực ngân hàng của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.

---

redirect=%2Fsearch%3Fq%3DFinancial%2BTechnology%2BRegulatory%2BSandbox%2BFramework> [Accessed 05 April 2021].

- Lev Bromberg, Andrew Godwin và Ian Ramsay (2017). Fintech Sandboxes: Achieving a Balance between Regulation and Innovation. *Journal of Banking and Finance Law and Practice*, Vol.28, No. 4, pp. 314-336. Available at: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3090844](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3090844)> [Accessed 05 April 2021].
- MAS (2016). MAS Issues “Regulatory Sandbox” Guidelines for FinTech Experiments. Website MAS. Available at: <<http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/2016/MAS-Issues-Regulatory-Sandbox-Guidelines-for-FinTech-Experiments.aspx>> [Accessed 05 April 2021].
- Modato (2019). Regulatory sandboxes: worthwhile in developing countries?. Website Modato. Available at: <<https://blog.mondato.com/regulatory-sandboxes-worthwhile-developing-countries>> [Accessed 05 April 2021].
- Trần Nguyễn Minh Hải (2019). Kinh nghiệm phát triển Fintech trong lĩnh vực ngân hàng từ cơ chế thử nghiệm Sandbox của Malaysia. Tạp chí Thị trường Tài chính – Tiền tệ. <<https://thitruongtaichinhthiente.vn/kinh-nghiem-phat-trien-fintech-trong-linh-vuc-ngan-hang-tu-co-che-thu-nghiem-sandbox-cua-malaysia-25375.html>> [Ngày truy cập: 05 tháng 4 năm 2021].



# **KỶ YẾU HỘI THẢO KHOA HỌC QUỐC GIA**

**ĐỊNH HÌNH LẠI HỆ THỐNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU  
VÀ CHIẾN LƯỢC CỦA VIỆT NAM**

## **PHẦN 7**

**AI ECOSYSTEM,  
FINANCIAL STABILITY,  
AND REGULATIONS**

65.

## A NETWORK ANALYSIS OF RETURN CONNECTEDNESS IN THE FINANCIAL STABILITY: INSIGHTS ABOUT DISEASE AND ECONOMIC POLICY UNCERTAINTIES

Phan Thi Bich Nguyet\*

Huynh Ngoc Quang Anh\*

Huynh Luu Duc Toan\*

### **Abstract**

*This paper studies how the return connectedness exhibits the potential linkages among 17 economies over the twenty-year period started in 2001. We found three main findings through employing the Dynamic Connectedness approach which is based on the Vector Auto-Regression (VAR) to calculate Generalized Forecast Error Decompositions. Firstly, although the financial crisis (2007-2008) experienced a high level of connectedness. This spillover index spiked in the beginning stage of the COVID-19 outbreak. Secondly, the group of nations including the United States, Australia, and European countries, is classified as the 'return shocks sender' while Vietnam is immune to the financial linkages. Thirdly, we found the predictive power of the US Economic Policy Uncertainty and Disease Fear with market volatility on the Vietnamese return connectedness. Thus, our study highlights a number of relevant policies to mitigate the spillover risks in the context of financial stability.*

**Keywords:** Stock market interconnectedness, financial stability.

### **1. Introduction**

Understanding how the markets have been interconnected is the forefront for not only investors but also for policymakers to make use of the sensible and appropriate strategies. In the recent past, the high level of equity market interdependence is required to have forthcoming market monitoring and supervision (Massacci, 2017). Concomitantly, the market expectations are likely to change after a vast variety of unprecedented events, such as the financial crisis 2007-2008. Accordingly, the global financial crisis (GFC) has intensified the public distrust in financial regulations. The collapse of the market began

---

\* University of Economics Ho Chi Minh city | Email: [toanhld@ueh.edu.vn](mailto:toanhld@ueh.edu.vn)

in the United States without any policy resistance. While the shocks emanating initially from the largest economies were overlooked, it alerted the powerful transmission mechanism in all aspects of financial markets and economies. The concern still holds true in the COVID-19 pandemic (So et al., 2021). The recent study of Schell, Wang and Huynh (2020) concludes that ‘this time is indeed different’ since the majority of the equity markets persistently exhibit the negative abnormal returns in at least 30 trading days on the onset of pandemic period. These two events are the typical examples for the voluminous crises occurring in every market. Thus, our motivation is to systematically assess the financial linkages in the global scope from dynamic connectedness and network analysis.

This study aims to shed a new light on the explanation of return spillover effects with three proposed questions: (i) *How does the total dynamic connectedness of 17 economies vary over the twenty-year period?* (ii) *Which economies are the ‘shocks sender’ or ‘shock receiver’? How do they act in the network?* and (iii) *Is there any predictive power on the Vietnamese return connectedness?* From these points, this study concentrates on providing the policy implications as well as the comprehensive assessment regarding the spillover risk. For example, the clear understandings of connected mechanism would benefit the investment *strategies* (portfolio allocation to hedge the sudden losses) or the timely intervention of the capital flows to avoid the overwhelming withdrawal (Arslanalp and Tsuda, 2014; Klingebiel, 2014).

*Why does this study focus on 17 economies?* With a greater emphasis on intraregional financial integration initiatives in many areas (the American, the European, and the Asian economies), this study selected the representatives, including the United States, China, Japan, United Kingdom, South Korea, Australia, Germany, India, Italy, Russia, France, Singapore, Turkey, Malaysia, Philippines, Thailand, and Vietnam. In which, the growing role of China and other emerging Asian economies (Vietnam, Singapore, and Thailand) is attracting the attention due to the sources of conduits of financial shocks. At the same time, the political conflicts; for example, the US and China (Guo, Jiao & Xu, 2021; Burggraf, Fendel & Huynh, 2020) trade war, and BREXIT (Oehler, Horn & Wendt, 2017) are the main drivers of the global return connectedness.

After using the dynamic connectedness approach based on Vector Auto-Regression (VAR) to calculate the Generalized Forecast Error Decompositions, our main results are as follows:

- The crises as well as market disruptions (such as the European debt crisis, the COVID-19 pandemic) are likely to associate with the global connectedness.

However, in which, the level of spillover risk has the highest value during the coronavirus period. This finding is consistent with the previous studies of Baker et al. (2020) and Schell et al. (2020) about the linkage between an unprecedented event and financial markets.

- The network analysis indicates that there is a strong connection between the United States and the European markets. Moreover, the Asian economies are likely to have an independent position with the return transmission. Our finding supports the theoretical framework of Diebold & Yilmaz (2015). Concomitantly, our study expands the set of countries in other continents such as Asia or Australia to provide further insights about the network connectedness.
- Using the robust regression, we found that the uncertainties, which have been proxied by two indicators (the disease index based on equity market volatility and the US economic policy uncertainties) have the predictive power on the Vietnamese connectedness. To be more precise, the higher level of uncertainties related to economic shocks, policy changes, and disease outbreak strengthen the '*receiving position of Vietnam*'. Accordingly, the Vietnamese equity market is likely to receive more shocks from the remaining markets when the uncertainties rise. Our results remain robust when controlling different rigorous macroeconomics variables.

The remainder of this paper proceeds as follows. In section 2, the theoretical framework along with other empirical evidence on return connectedness are presented. The summary of data sources and data selection adopted in this paper are described in the first sub-section 3.1 while the remaining briefly explains our methodology and the model specifications. Section 4 exhibits main results on the connectedness network, time-varying analyses, and predictive regression. Finally, the paper is concluded in Section 5 with a selected number of policy implications.

## **2. Literature Review**

The connectedness (also known as spillover effects) is the centering position of the modern finance over the last decade, especially after the voluminous uncertainties such as financial crisis 2007-2008 (Gorton Metrick, 2012), European sovereign debt crisis (Lane, 2012), the political and geopolitical conflicts (Wagner et al., 2018), and the pandemic (Ding et al., 2021). In this section, we would like to emphasize the theoretical framework of connectedness in the finance and financial econometrics view. In addition, we describe and summarize how the empirical evidence in the financial world explained the connectedness with different types of assets and markets.

## 2.1. Theoretical framework

The definition of connectedness in financial market remains as an elusive concept. More significantly, Diebold and Yılmaz (2014) also criticized that calculation of financial connectedness has been incompletely defined and they offered challenging measurements. The current literature employs the econometrics with correlation as well as the distribution shape of asset's returns to capture the connectedness in financial markets. In particular, the correlation-based method is one of the most widespread approaches with a focus on Gaussian distribution. Therefore, Nguyen and Bhatti (2012) developed the tail-dependence method to examine the relationship between two assets. In the same vein, Bhatti and Nguyen (2012) further developed the model with extreme values and stochastic models.

The current theoretical framework leaves scholars with challenging research problems. Therefore, different studies chip away at this econometric approach in different ways. Overall, this paper agrees with the extant literature on tackling the connectedness measures by using the variance decompositions from approximating models, which has been admitted in the previous findings; for example, equi-correlation (Engle and Kelly, 2012), Co-Value-at-Risk (Adrian and Brunnermeier, 2011), marginal expected shortfall (MES) (Acharya, Engle & Richardson, 2012). To address the current issues in defining return connectedness, we refer to the dynamic predictive model, devised by White (1996). The central theory of this approach is dynamic predictive modeling under misspecification.

To sum up, the theory background of connectedness is mainly based on VAR variance-decomposition theory and network topology theory from causal relationship (Dufour & Renault, 1998; Hansen and Lunde, 2014). From these starting points, Diebold and Yılmaz (2012, 2014) estimated the systematic risk and decomposed the transmitted effects from one node to another. Our detailed estimates and model specifications will be represented in section 3.2.

## 2.2. Empirical evidence about connectedness

In the recent past, the studies of connectedness has been purposely developed to examine the financial markets' characteristics. To offer a systematic review of connectedness, we choose *the JODs (Journals of Distinction in finance)* to consider how linkages exhibit among these markets. Accordingly, Elliott, Golub, and Jackson (2014) explain the market failure when the discontinuous changes appear. Simultaneously, the diversification should be focused on network structure dependence; thereby this is not only the solution but also sources of risks (Glasserman & Young, 2016). To support this point, Brownlees

& Engle (2017) and Benoit et al. (2017) indicated that the sources of data disclosure would be the systematic risk, which triggers the connectedness in the financial markets.

The study of connectedness is not only designed for the market-level but also for the industry and firm-level. To be more precise, the European banking system could have risk exposures, measured by a decrease in assets' prices, when one bank is severely facing the problem (Greenwood, Landier and Thesmar, 2015). Concomitantly, the US companies could experience the multitude of relevant risk spillover channels and firms' shocks (Hautsch, Schaumburg and Schienle, 2015). In the broaden view, not only the nature of firms or industry but also the macroeconomics determinants could contribute to the risks in the financial connectedness such as the level of production and income, unemployment rate, working hours, personal consumption and housing, and sales, orders, and inventory (Giglio, Kelly, and Pruitt, 2016). By using quantile regression, Giglio, Kelly and Pruitt (2016) modeled the macroeconomic shocks as the predictive power on the systemic risk in the US and Europe. There are some specific industries, having more risk exposures, in financial contagion (for example, banking system (Demirer et al. 2018; Cai et al., 2018), sovereign bond market (Alter and Beyer, 2014)). Interestingly, the study of Engle, Jondeau and Rockinger (2015) shed a new light that synchronicity of time zones could be the potential channel of the dynamics of financial firms' returns. In addition, the interconnectedness study starts booming in the commodity markets (Kang et al., 2017; Maghyereh et al., 2016). By using the DECO-GARCH, Kang et al. (2017) provided a novel channel of risk transmission among different types of assets (precious metals, the West Texas Intermediate crude oil, and the agricultural products). As a result, the financial turmoil reflects the risk spillover in the commodity network and the optimal portfolio strategies are conducted to hedge risks.

In addition, the cross-country connectedness is also a crucial research point over the last decade. To be more specific, Diebold and Yilmaz (2015) demonstrated intriguing results with the directional risk transmission from the United States to European during the 2007-2008 financial crisis. More importantly, this study makes an alert to policymakers that the institutional investors have the disproportionate role in driving the connectedness in European crises. In same pillar, the study of Klößner and Sekkel (2014) indicated that US and UK were the centering positions of spillovers shocks when using the economic policy uncertainty index. More noticeably, the foreign exchange market is not exception by having the study of connectedness by Baruník et al. (2017) with the asymmetric effects.

Finally, after reviewing the strand of literature, our study contributes an empirical evidence to the literature review by two main folds. First, this is the first study that

calculates a large-scale sample data in terms of return connectedness across twenty-year period starting from 2000. Second, our study employs the two main indicators of market uncertainties, proxied by disease market based on equity volatility and economic policy uncertainty to predict the net connectedness in the Vietnamese stock market. It is a worth-mentioning point that this study takes into account the negative effects of COVID-19 pandemic, which is an unprecedented event over the last decade.

### 3. Data and methodology

#### 3.1. Data

We retrieved the equity index data from Thomson Reuters to calculate natural-logarithm return ( $R = \ln \frac{P_t}{P_{t-1}}$ ; in which,  $P_t$  is the current index and  $P_{t-1}$  denotes the one previous day). In addition, all the variables are winsorized at the 1<sup>st</sup> and 99<sup>th</sup> percentile to alleviate the impact of outliers on our analysis. Table 1 summarizes the descriptive statistics of our main variables, which will be employed to analyze the spillover risk as well as network analysis.

**Table 1. Summary of descriptive statistics**

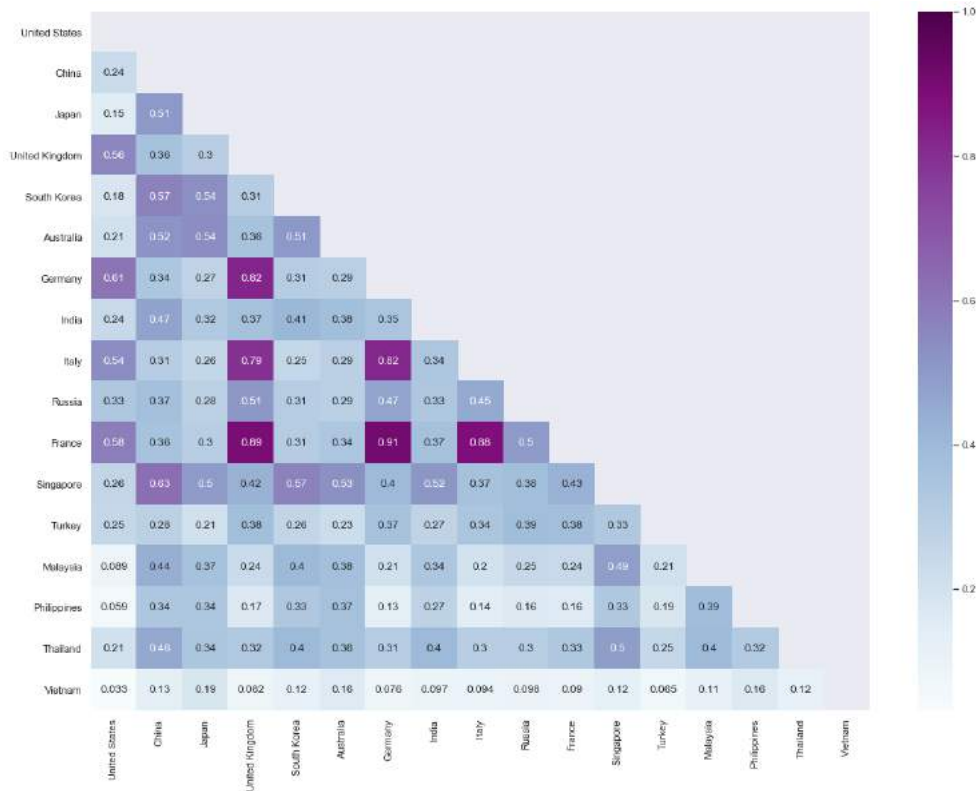
Variables	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Percent 1	Percent 99	Skewness	Kurtosis
United States	0.00009	0.00533	-0.05612	0.04796	-0.01527	0.0151	-0.44766	15.13797
China	0.00013	0.00720	-0.05573	0.06096	-0.02118	0.01834	-0.1345	9.431520
Japan	0.00003	0.00581	-0.04532	0.05673	-0.01592	0.01442	-0.3165	9.846680
United Kingdom	0.00000	0.00510	-0.04996	0.04024	-0.01515	0.01338	-0.34934	11.51888
South Korea	0.00017	0.00631	-0.05688	0.05091	-0.01795	0.01755	-0.29703	9.448620
Australia	0.00006	0.00456	-0.04522	0.03103	-0.01308	0.01161	-0.63886	11.63029
Germany	0.00002	0.00625	-0.05794	0.04832	-0.01916	0.01615	-0.20458	9.472840
India	0.00019	0.00609	-0.05967	0.07132	-0.01820	0.01576	-0.39565	14.47890
Italy	-0.00006	0.00649	-0.08161	0.04771	-0.01921	0.01567	-0.64642	13.51501
Russia	0.00018	0.00864	-0.10978	0.10402	-0.02636	0.02200	-0.53878	22.08402
France	0.00001	0.00605	-0.05711	0.04500	-0.01799	0.01586	-0.23590	9.943080
Singapore	0.00003	0.00494	-0.04270	0.03009	-0.01461	0.01369	-0.21145	9.477420
Turkey	0.00019	0.00847	-0.08562	0.05763	-0.02302	0.02250	-0.23476	10.12935
Malaysia	0.00006	0.00352	-0.04448	0.02950	-0.00954	0.00944	-0.70350	14.71722
Philippines	0.00010	0.0059	-0.06259	0.07073	-0.01675	0.01487	-0.36026	15.20544
Thailand	0.00013	0.00626	-0.07854	0.04966	-0.01634	0.01721	-0.65855	15.42778
Vietnam	0.00014	0.00624	-0.03325	0.02891	-0.01940	0.01747	-0.35373	6.784030

*Notes: This paper summarizes the descriptive statistics of 17 economies over the period 2001-2020 based on mean, standard deviation, min, max, percentile 10-percent, percentile 99-percent, skewness and kurtosis.*

Overall, except Italy having the negative return, the remaining economies exhibit the positive returns during the research period. In which, the emerging markets; for instance, China, Thailand, Turkey, Vietnam, South Korea, outperform the advanced countries with high average returns (Mauro, 2003; Rouwenhorst, 1999). Concomitantly, it holds true for

the expected risk, captured by standard deviation, by having higher values. It is an intuitive fact from the portfolio theory (Markowitz, 1999). Another point that we need to highlight is the abnormal distribution shape, representing in skewness and kurtosis. All equity market experienced the left-tail structure and fat-tail shape. It means that the magnitude of loss can happen frequently and severely among these indices.

**Figure 1. Correlation matrix among 17 equity matrices**



**Notes:** This figure summarizes the linear correlation matrix by using Pearson indices across among 17 equity markets. The scaled range is between -1.0 (perfectly negative) and 1.0 (perfectly positive).

Figure 1 represents the Pearson correlation among our variables with three main important points. First, there is a high dependence among European countries such as the United Kingdom, Germany, France, and Italy. Second, the small capitalization economies have a lower level of dependence while the ‘big’ market such as the US and the UK have a high correlation with the majority of markets. In the Southeast Asian countries, Singapore expresses the highest financial integration with the global scope, which can be explained by the advanced and developed features in this market.



### 3.2. Methodology

The main objective of this paper is to investigate the return connectedness network among 17 equity indices. Therefore, our methodology consists two steps. First, we employ the spillovers across the markets using the Vector Auto-Regression (VAR) framework of Diebold & Yilmaz (2012; 2014). The main advantage of using a Generalized Vector Autoregressive framework in which Forecast-Error Variance Decompositions is to capture the dynamics of spillover effects. In this section, we will summarize the main points for the models. First, we consider the covariance stationary VAR model:

$$y_t = \sum_{j=1}^p \Xi_j y_{t-j} + \epsilon_t \quad (1)$$

In which,  $y_t$  is the vector of  $n$  endogenous variables, which includes 17 equity indices described above.  $\Xi_j$  is the parameter matrices of coefficients and  $\epsilon_t$  is considered as the residual terms, conveying in the vector with distributing into  $(0, \Sigma)$ .

In the same time, the moving average process (MA) has been estimated with the dependent variable  $y_t$  is:

$$y_t = \sum_{p=0}^{\infty} \Upsilon_p \epsilon_{t-p} \quad (2)$$

In which,  $\Upsilon_p = \Xi_1 \Upsilon_{p-1} + \Xi_2 \Upsilon_{p-2} + \dots + \Xi_m \Upsilon_{p-m}$ . Then, after having this moving average, we estimate the Generalized Forecast Error Decompositions (GFED)

$$\phi_{ij}(H) = \frac{\sigma_{jj}^{-1} \sum_{h=0}^{H-1} (e_i^T A_h \Sigma e_j)^2}{\sum_{h=0}^{H-1} (e_i^T A_h \Sigma A_h^T e_i)} \quad (3)$$

In which,  $\sigma_{jj}$  denotes the standard deviation of residual extracting from variable  $j$  while  $e_i$  is the vector with value 1 for the  $i^{\text{th}}$  element and 0 otherwise. In accordance with the aforementioned point, we can estimate the directional spillover from variable (j) to variable (i) is defined as the share of GFVED in variable (i), which can be explained by the variable (j). Then the spillover effect should be estimated with:

$$\tilde{\phi}_{ij}(H) = \frac{\phi_{ij}(H)}{\sum_{j=1}^n \phi_{ij}(H)} \quad (4)$$

To sum up, our estimations consists of the following steps. First, we cleaned up the data and define the stationary with appropriate order. Second, we employ the Vector Auto-Regression for model (1) with the pool of 17 equity indices. At this stage, we also focus on the optimal lag selection order proposed by the Akaike Information Criteria. Third, we estimate spillover among these variables by using GFED in Model (3).

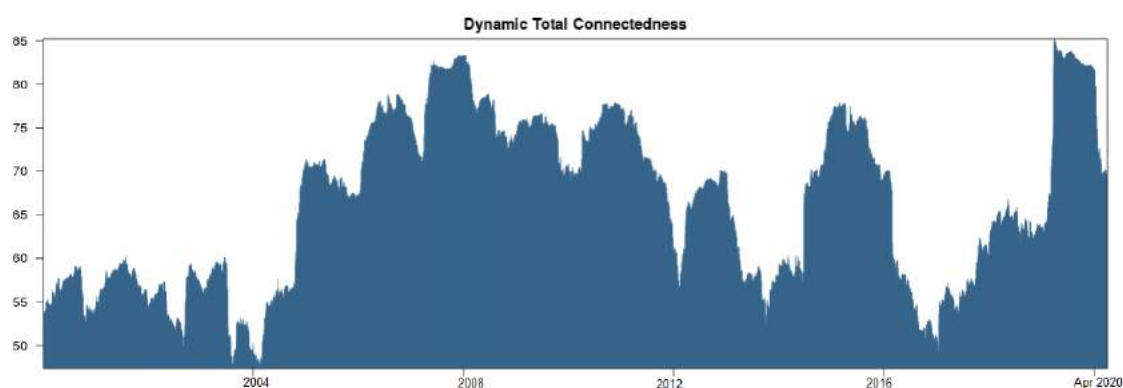
#### 4. Findings and results

In this section, we categorized our main findings into three subgroups. First, the total connectedness, the net spillover effects, and the network analysis by using the dynamic connectedness.

##### 4.1. Total return connectedness

Figure 2 summarizes the total connectedness among 17 indices by looking at the full period from 2001 to April 2020. It is important to observe some highlighted patterns. First, the financial crisis experienced the highest connectedness among these equity markets in 2006-2009. The percent of market dependence has been 85% and its number is persistent over this difficult time, implying the adverse role of financial integration in the financial turmoil (Graham, Kiviahho & Nikkinen, 2012; Minoiu et al., 2015). Following this global meltdown, the European debt crisis in 2014 is likely to shake the total connectedness again with 75 percent. However, this risk would not persist for a long time across the different regions and markets (Demirer et al., 2018; Antonakakis, Gabauer & Gupta, 2019).

**Figure 2. The total connectedness across 17 equity markets**



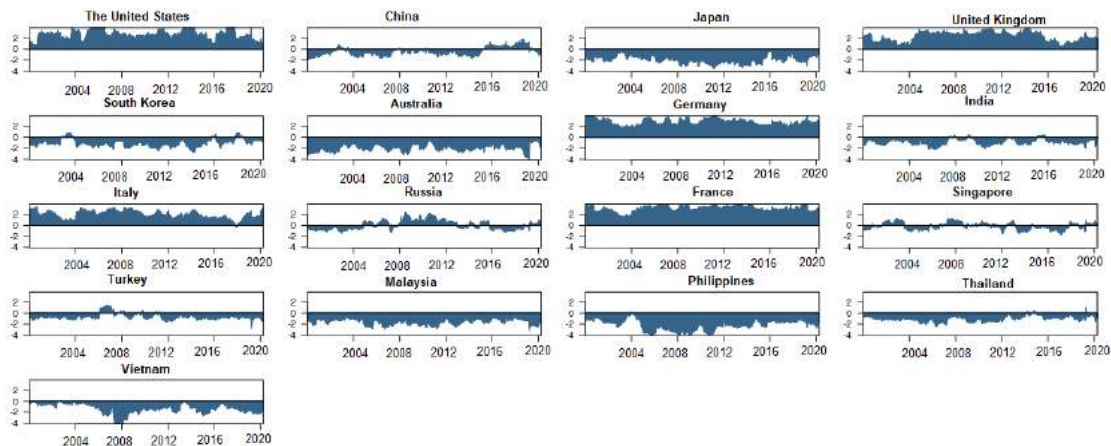
*Notes: The total connectedness of 17 economies, including United States, China, Japan, United Kingdom, South Korea, Australia, Germany, India, Italy, Russia, France, Singapore, Turkey, Malaysia, Philippines, Thailand, and Vietnam over the period from 2001 to 2020.*

More noticeably, the total connectedness spiked in March 2020 when it was defined as the global health crisis – COVID-19 pandemic. It is an unprecedented event which has induced the financial shocks as well as the spillover risks in not only equity markets but also in all financial asset classes (Bouri et al., 2021; So, Chu, and Chan, 2021; Albulescu, 2021). Our study contributes a fresh insight into the financial market connectedness to the strand of literature by using the dynamic connectedness. Therefore, we highlight the role of ‘extreme event’, also known as ‘Black-Swan’ on the global scope of interconnectedness.

#### 4.2. Net spillover effects

Both Figure 3 and Table 2 systematically indicate the net directional connectedness in 17 equity markets. Accordingly, there are five markets, particularly the US, the UK, Germany, Italy, and France, which play the ‘sending’ role in terms of return shocks. What we found is also consistent with the current literature (Chevallier et al., 2018). The advanced economies are more likely to act as the ‘shock sender’ while the opposite side is pronounced to the emerging markets. Our findings are consistent with the previous study of Klößner and Sekkel (2014)

**Figure 3. The net spillover effects of 17 equity indices**



*Notes:* Net total directional connectedness values are presented by each countries. The blue areas represent the overlap of the dynamic total directional connectedness TO and FROM others. The upside area (the benchmark 0) denotes the positive ( $TO > FROM$ ) whereas the downside area represents the negative ( $FROM > TO$ ). This illustration is based on the Generalized Forecast Error Decompositions (GFED), retrieved from the VAR estimates with the optimal lag.

One of the worth-noting points from this figure is the case of China and Russia. The former acted as the ‘return shocks receiver’ over the period from 2001 to 2016. After that, this market turned into the active role of sending the shocks across these markets. While

Johansson and Ljungwall (2009) confirmed that there is no long-run effects from the Greater China region over the period from 1994 to 2005 by using GARCH model, our study continues to contribute the new empirical evidence that China gradually improves its influential position in the stock markets (Sui and Sun, 2016; Yin, Liu and Jin, 2020). It emphasizes the pivotal importance of studying the stock market interdependence because of the complex and the system's rapid change. In addition, Russia had a positive directional connectedness over the 2008-2012 period while the other periods indicate negative values, which represent the 'absorbing return shocks' from other markets. Moreover, Singapore and Turkey also had at least one time in flipping position (from sender to receiver, and vice versa). The last point is that Japan, South Korea, Australia, India, Malaysia, Philippines, Thailand, and Vietnam are all shock receivers

**Table 2. Static and dynamic connectedness among 17 economies**

<b>Panel A:</b> <b>Static</b> <b>connectedness</b>	USA	CHINA	JAPAN	UK	KOREA	AUSTRALIA	GERMANY	INDIA	ITALY	RUSSIA	FRANCE	SINGAPORE	TURKEY	MALAYSIA	PHILIPPINES	THAILAND	VIETNAM	FROM
USA	30.175	2.504	1.584	11.403	1.739	2.640	12.763	2.331	10.014	3.994	12.170	3.144	2.367	0.633	0.446	1.995	0.099	69.825
CHINA	5.911	27.203	4.495	5.132	7.156	4.871	5.061	5.444	3.965	4.164	5.036	9.432	2.177	3.720	1.555	4.532	0.148	72.797
JAPAN	8.655	4.869	26.355	7.536	5.237	4.596	7.819	2.864	7.001	3.698	8.172	5.853	1.851	1.752	1.004	2.382	0.359	73.645
UK	9.400	2.396	1.631	21.329	1.679	2.528	14.233	2.531	13.112	5.061	16.596	3.360	2.756	0.958	0.381	1.967	0.081	78.671
KOREA	5.887	7.655	5.493	5.064	29.016	4.955	6.147	4.196	4.243	3.199	5.548	8.011	2.265	3.007	1.591	3.625	0.098	70.984
AUSTRALIA	8.905	4.805	4.354	8.300	4.397	26.001	7.471	3.487	6.510	3.748	7.814	5.986	1.821	2.029	1.629	2.519	0.225	73.999
GERMANY	9.749	2.242	1.501	14.256	1.925	1.837	21.429	2.302	14.097	4.299	17.617	3.230	2.587	0.782	0.245	1.834	0.070	78.571
INDIA	4.646	6.699	2.451	4.830	4.816	4.226	4.670	35.124	4.165	3.552	4.795	8.301	2.412	2.967	1.640	4.595	0.113	64.876
ITALY	8.242	1.963	1.461	14.152	1.319	1.933	15.158	2.364	23.039	4.320	17.654	2.893	2.394	0.782	0.316	1.875	0.134	76.961
RUSSIA	5.925	4.106	2.148	8.554	2.711	2.251	7.236	3.314	6.667	35.162	8.037	4.345	4.719	1.604	0.491	2.560	0.170	64.838
FRANCE	9.233	2.170	1.550	15.623	1.613	2.014	16.551	2.344	15.384	4.544	20.068	3.207	2.514	0.920	0.298	1.883	0.086	79.932
SINGAPORE	5.885	8.301	4.306	5.510	6.588	5.250	5.488	5.892	4.529	5.332	24.996	2.682	4.695	1.597	5.087	0.123	75.004	
TURKEY	4.655	3.112	1.483	6.010	2.662	1.859	5.678	2.937	4.812	6.107	5.794	4.290	45.530	1.500	1.085	2.411	0.075	54.470
MALAYSIA	5.219	5.440	2.465	4.402	4.121	3.237	4.388	3.853	3.830	3.181	4.713	7.892	2.179	36.942	3.212	4.840	0.087	63.058
PHILIPPINES	6.938	3.692	2.019	5.136	3.340	3.328	4.873	3.420	4.017	2.983	5.185	4.624	2.400	4.103	39.889	3.729	0.324	60.111
THAILAND	4.598	6.038	2.670	4.547	4.596	3.419	4.256	4.862	3.884	3.552	4.511	7.479	2.385	2.342	36.322	0.176	63.678	
VIETNAM	3.498	1.649	1.547	2.246	0.884	1.371	2.092	0.963	2.208	2.220	2.168	1.460	0.936	0.637	0.694	0.673	74.755	25.245
Contribution TO others	107.346	67.643	41.157	122.702	54.782	50.316	123.881	53.103	108.437	62.151	131.348	83.506	38.444	34.451	18.523	46.507	2.369	1.146.666
Contribution including own	137.521	94.846	67.511	144.031	83.798	76.317	145.310	88.227	131.476	97.314	151.416	108.503	83.974	71.393	58.412	82.829	77.124	TCI
Net spillovers	37.521	-5.154	-32.489	44.031	-16.202	-23.683	45.310	-11.773	31.476	-2.686	51.416	8.503	-16.026	-28.607	-41.588	-17.171	-22.876	67.451

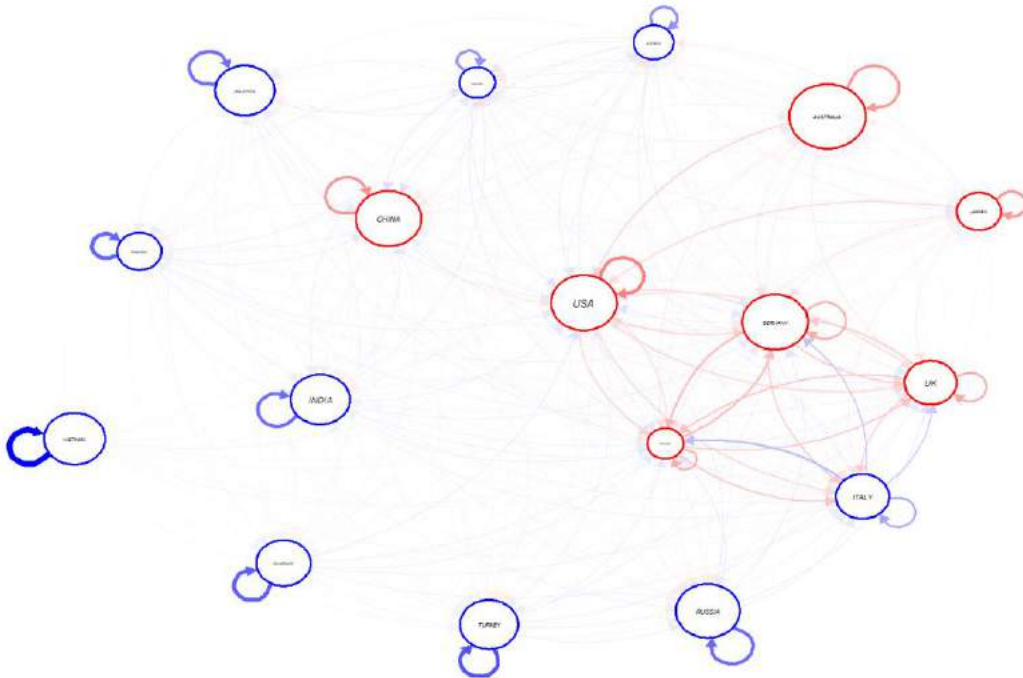
**Notes:** Variance decompositions are based on a Vector Auto Regression with the lag length of order 1 (BIC) and a 10-step-ahead forecast. This table demonstrates the results of the return connectedness performed with the static generalized FEVD (GFEVD). Directional return spillovers ( $SE_{xy}$ ) which correspond to the percentage share of error variance in stock return x (rows) contributed by shocks to stock return y (columns) including the existence of 17 countries. Total return receiving connectedness for return x is given by its row sums reported in the columns added to the right of the table, both including "Contribution to others" and excluding "Contribution including own".

<b>Panel B:</b> <b>Dynamic</b> <b>connectedness</b>	USA	CHINA	JAPAN	UK	KOREA	AUSTRALIA	GERMANY	INDIA	ITALY	RUSSIA	FRANCE	SINGAPORE	TURKEY	MALAYSIA	PHILIPPINES	THAILAND	VIETNAM	FROM
USA	33.590	2.691	1.586	10.314	1.705	1.820	11.795	2.046	9.590	4.076	11.492	2.514	2.749	0.956	0.725	1.709	0.643	66.410
CHINA	6.658	28.962	3.753	5.221	6.862	3.993	5.388	4.799	4.289	3.815	5.396	8.076	2.526	3.701	1.611	4.136	0.812	71.038
JAPAN	9.536	4.128	27.534	6.814	5.418	4.009	7.767	2.547	6.696	3.413	8.089	5.204	2.288	2.076	1.138	2.469	0.875	72.466
UK	8.776	2.628	1.649	22.417	1.858	1.903	14.136	2.464	12.771	5.016	15.854	2.941	3.284	1.178	0.739	1.955	0.429	77.583
KOREA	6.395	7.264	5.623	5.384	29.015	4.389	6.076	3.789	4.747	3.410	5.938	6.325	2.635	3.232	1.852	3.226	0.701	70.985
AUSTRALIA	11.245	3.886	3.830	7.986	3.984	27.561	7.898	2.548	6.921	3.583	7.921	4.753	2.021	1.819	1.213	2.036	0.796	72.439
GERMANY	8.892	2.478	1.698	13.504	1.924	1.521	21.280	2.414	14.248	4.578	17.774	2.802	3.123	0.983	0.591	1.808	0.383	78.720
INDIA	5.132	6.016	2.487	4.737	4.364	2.613	5.190	38.912	4.273	3.328	5.210	5.776	2.755	2.791	1.755	4.010	0.649	61.088
ITALY	7.616	2.205	1.482	13.357	1.501	1.515	15.609	2.265	23.557	4.245	17.307	2.560	2.964	0.964	0.693	1.743	0.418	76.443
RUSSIA	5.954	3.763	1.679	7.589	2.399	2.022	7.074	2.683	5.990	39.630	7.361	3.439	4.571	1.737	0.933	2.492	0.684	60.370
FRANCE	8.633	2.472	1.743	14.478	1.806	1.569	17.024	2.366	15.094	4.538	20.301	2.897	3.055	1.088	0.651	1.840	0.446	79.699
SINGAPORE	6.532	7.771	4.416	5.334	5.792	4.529	5.468	4.404	4.459	3.467	5.792	28.481	2.770	4.293	1.529	4.365	0.731	71.519
TURKEY	4.954	3.034	1.545	6.040	2.434	1.606	5.960	2.877	5.090	5.255	5.998	3.525	45.694	1.788	1.293	2.325	0.582	54.306
MALAYSIA	6.141	5.062	2.562	4.504	4.231	2.520	4.637	3.333	3.954	3.424	4.841	6.155	2.576	37.579	3.314	4.194	0.973	62.421
PHILIPPINES	7.287	3.414	1.792	4.967	3.240	1.949	4.889	3.064	4.453	3.200	5.131	3.578	2.604	4.040	42.424	3.137	0.831	57.576
THAILAND	4.706	5.684	2.939	4.072	4.161	2.349	4.159	4.753	3.587	3.450	4.165	6.027	2.633	3.890	2.253	40.699	1.051	59.301
VIETNAM	3.791	1.954	1.850	2.494	1.627	1.601	2.701	1.303	2.729	2.083	2.897	2.122	1.687	1.607	1.221	1.612	66.720	33.280
Contribution TO others	112.248	64.449	40.634	116.795	53.307	39.907	125.772	47.076	108.891	60.879	131.034	68.694	44.242	36.142	21.513	43.059	11.004	1.125.643
Contribution including own	145.838	93.411	68.168	139.212	82.322	67.468	147.051	85.989	132.447	100.510	151.334	97.175	89.936	73.721	63.937	83.758	77.724	TCI
Net spillovers	45.838	-6.589	-31.832	39.212	-17.678	-32.532	47.051	-14.011	32.447	0.510	51.334	-2.825	-10.064	-26.279	-36.063	-16.242	-22.276	66.214

**Notes:** Variance decompositions are based on a Vector Auto Regression with the lag length of order 1 (BIC) and a 10-step-ahead forecast. This table demonstrates the results of the return connectedness performed with the dynamic generalized FEVD (GFEVD). Directional return spillovers ( $SE_{xy}$ ) which correspond to the percentage share of error variance in stock return x (rows) contributed by shocks to stock return y (columns) including the existence of 17 countries. Total return receiving connectedness for return x is given by its row sums reported in the columns added to the right of the table, both including "Contribution to others" and excluding "Contribution including own".

### 4.3. Network analysis

**Figure 4. Return connectedness network across 17 countries**



*Notes: The size of the node shows the degree of the net-pairwise connectedness. The color of the node indicates whether a country is a net transmitter (red) or net receivers (blue).*

Our findings are consistent with the current literature about the interrelated among the markets (Jayasuriya, 2011). In particular, our study also highlights the role of significant interconnection between the equity markets of China and other markets. More importantly, the spillover effects are likely to be found in the US, Australia and European countries, which are in line with the previous findings. More noticeably, the centering position is likely to be China. And Vietnam seems to have an independent role in the network hub. Our findings also challenges the previous results from Nguyen (2011), which highlights the significant role of the US macroeconomics news on the Vietnamese stock markets. However, this study focuses on the set of macroscopic indicators such as Non-farm payroll, unemployment level, Gross Domestic Product percentage level, and so forth. Our study explores the effects from equity return shocks only with the decomposition of residuals in the Vector Auto-Regression models. Although the return connectedness levels from ASEAN countries are relatively low and they are facing the possibility of volatility transmission (Korkmaz, Çevik, and Atukeren, 2012). Currently, our findings mainly shed a new light on the return spillover network and we leave this issue for future research.

#### 4.4. Vietnam net connectedness with the rest of the world

In this subsection, we extracted the net spillover effects of Vietnam to estimate how the uncertainties could predict the Vietnamese stock return connectedness. We only chose two main ‘key indicators’, proxied for the market uncertainties namely Infectious Disease Equity Market Volatility (EMV) and the US Economic Policy Uncertainty. The main reason that we choose their factors is the popularity and the economic intuition. The former represents the market shocks during the disease period, containing the keywords of fear<sup>2</sup> while the latter demonstrates search results from 10 large newspapers in the United States, having the terminology of uncertainties and policy-related changes.

**Table 3. The predictive power of uncertainties on Vietnam return connectedness**

Variables	Model (1)	Model (2)	Model (3)
<b>Panel A: The Equity Market Volatility (EMV) with tracking of infectious disease</b>			
Infectious Disease EMV	-0.014*** [-11.30]	-0.011*** [-8.45]	-0.005*** [-5.23]
Constant	-1.296*** [-98.54]	3.965*** [39.25]	2.812*** [6.84]
Control variables	No	Yes	Yes
Time-effect control	No	Yes	Yes
Observation	5,064	5,064	2,545
R-squared	0.004	0.328	0.115
<b>Panel B: The Economic Policy Uncertainties (EPU)</b>			
Economic Policy Uncertainty	-0.001*** [-9.39]	-0.001* [-1.91]	0.001 [0.53]
Constant	-1.148*** [-55.36]	3.994 [39.45]	3.042 [7.43]
Control variables	No	Yes	Yes
Time-effect control	No	Yes	Yes
Observation	5,064	5,064	2,545
R-squared	0.017	0.326	0.113

**Notes:** \* < 0.1; \*\* < 0.05; \*\*\* < 0.01. The *t*-statistics are reported in the brackets. The control variables for Model (1) and Model (2) are the exchange rate return (VND/USD), interbank interest rate while Model (3) included the government bond yield in the short term period (less than 1 year). The dependent variable is the net return connectedness of Vietnam equity market. The other daily determinants are retrieved from Thomson Reuters EIKON over the period from 2001 to 2020. The uncertainties indices are collected from <https://www.policyuncertainty.com/>.

Table 3 summarizes our main predictive power of these uncertainties on the net return connectedness in Vietnam. The first and most important feature, which we highlight, is that the higher the level of uncertainties negatively predict the more severe ‘return receiving position’. In other words, the higher the market fear is, the higher likelihood of receiving

<sup>2</sup> The list of uncertainty keyword is Epidemic, Pandemic, Virus, Flu, Disease, Coronavirus, MERS, SARS, EBOLA, H5N1, H1N1 on the relevant newspaper.

return connectedness in Vietnam equity markets is. However, the effects of disease fear are quite strong and persistent after controlling the rigorous variables for macroeconomics factors. In contrast, the US Economic Policy Uncertainty seems to have weak predictive power on the Vietnamese total return connectedness. Therefore, to our best knowledge, this is the first study to explore how the market fear with economic and policy-related uncertainties as well as disease fear could induce the ‘receiving’ position in terms of spillover effects. Our findings offer three main insights about the policymakers to mitigate the potential market crashes. First, the disease outbreak is more severe than the economic changes. Once again, this manuscript appreciate the greatest efforts of Vietnamese government to contain the COVID-19 pandemic to have financial stability. Second, the authorities should keep their eyes on the market fear sentiment to make the necessary alert when the market is in a passively extreme position, particularly receiver. Third, it should neither overlook the US policies nor the economic indicators change. Although the effect is marginal at present, this effect might not hold true when the other situation fluctuates, especially during the political risk, geopolitical uncertainties. This is the biggest challenge for stabilizing the Vietnamese financial markets.

## 5. Conclusion

This paper employs the daily stock returns of 17 economies over the 2001-2020 period to explore the interconnectedness network by using the Dynamic Connectedness approach based on Vector Auto-Regression (VAR), measuring the Generalized Forecast Error Decompositions. Our main findings highlight three main points. First, the worldwide crises are associated with the total return connectedness; for example, the financial crisis (2007-2008), the European debt crisis (2012-2014) and especially, the coronavirus period (the early 2020). Second, we observed the heterogeneous effects of risk transmitter in two groups, such as advanced economies (the US, the UK, Australia, Germany, France, and so on) as well as emerging ones (Vietnam, Thailand, China, Singapore, Turkey, China, etc.). More importantly, Vietnamese equity market tends to have an independent role with return shocks, having the low and negative level of net return connectedness, representing the ‘shock receiver’. Finally, we found the predictive power of uncertainty indicators (Disease volatility market and Economic Policy Uncertainty) could worsen the net spillover risk of Vietnam. It implies that the higher uncertainties could link the ‘receiving role’ in Vietnam. Therefore, the policymakers should be cautious when the global markets have the relevant signals about the diseases as well as changes in economic plans and policy packages.



Our study has only the primary results for the return connectedness in the global scope. The future research could aggregate the bigger data with more comprehensive uncertainties data for prediction purposes. By doing that, the study of global risk network would have certain merits for policy implications to combat the financial turmoil.

**Acknowledgement:** This paper is submitted to be considered at the conference entitled “*Reshaping the global financial system and Vietnam's strategy*” hosted by University of Economics Ho Chi Minh City (Vietnam). The authors benefited from the excellent comments and recommendations from the reviewing board as well as participants. The usual disclaimer usually applies

## References

- Acharya, V., Engle, R., & Richardson, M. (2012). Capital shortfall: A new approach to ranking and regulating systemic risks. *American Economic Review*, 102(3), 59-64.
- Adrian, T., & Brunnermeier, M. (2011). CoVaR', *NBER, Working Paper No.* 17454.
- Albulescu, C. T. (2021). COVID-19 and the United States financial markets' volatility. *Finance Research Letters*, 38, 101699.
- Alter, A., & Beyer, A. (2014). The dynamics of spillover effects during the European sovereign debt turmoil. *Journal of Banking & Finance*, 42, 134-153.
- Antonakakis, N., Gabauer, D., & Gupta, R. (2019). Greek economic policy uncertainty: Does it matter for Europe? Evidence from a dynamic connectedness decomposition approach. *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, 535, 122280.
- Arslanalp, M. S., & Tsuda, M. T. (2014). Tracking global demand for emerging market sovereign debt. *International Monetary Fund*.
- Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., Kost, K. J., Sammon, M. C., & Viratyosin, T. (2020). The unprecedented stock market impact of COVID-19 (No. w26945). National Bureau of Economic Research.
- Baruník, J., Kočenda, E., & Vácha, L. (2017). Asymmetric volatility connectedness on the forex market. *Journal of International Money and Finance*, 77, 39-56.
- Bhatti, M. I., & Nguyen, C. C. (2012). Diversification evidence from international equity markets using extreme values and stochastic copulas. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 22(3), 622-646.
- Bouri, E., Cepni, O., Gabauer, D., & Gupta, R. (2021). Return connectedness across asset classes around the COVID-19 outbreak. *International Review of Financial Analysis*, 73, 101646.
- Brownlees, C., & Engle, R. F. (2017). SRISK: A conditional capital shortfall measure of systemic risk. *The Review of Financial Studies*, 30(1), 48-79.
- Burggraf, T., Fendel, R., & Huynh, T. L. D. (2020). Political news and stock prices: evidence from Trump's trade war. *Applied Economics Letters*, 27(18), 1485-1488.

- Cai, J., Eidam, F., Saunders, A., & Steffen, S. (2018). Syndication, interconnectedness, and systemic risk. *Journal of Financial Stability*, 34, 105-120.
- Chevallier, J., Nguyen, D. K., Siverskog, J., & Uddin, G. S. (2018). Market integration and financial linkages among stock markets in Pacific Basin countries. *Journal of Empirical Finance*, 46, 77-92.
- Demirer, M., Diebold, F. X., Liu, L., & Yilmaz, K. (2018). Estimating global bank network connectedness. *Journal of Applied Econometrics*, 33(1), 1-15.
- Diebold, F. X., & Yilmaz, K. (2012). Better to give than to receive: Predictive directional measurement of volatility spillovers. *International Journal of Forecasting*, 28(1), 57-66.
- Diebold, F. X., & Yilmaz, K. (2014). On the network topology of variance decompositions: Measuring the connectedness of financial firms. *Journal of Econometrics*, 182(1), 119-134.
- Diebold, F. X., & Yilmaz, K. (2015). Trans-Atlantic equity volatility connectedness: US and European financial institutions, 2004–2014. *Journal of Financial Econometrics*, 14(1), 81-127.
- Ding, W., Levine, R., Lin, C., & Xie, W. (2021). Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. *Journal of Financial Economics*.
- Dufour, J. M., & Renault, E. (1998). Short run and long run causality in time series: theory. *Econometrica*, 1099-1125.
- Elliott, M., Golub, B., & Jackson, M. O. (2014). Financial networks and contagion. *American Economic Review*, 104(10), 3115-53.
- Engle, R., & Kelly, B. (2012). Dynamic equicorrelation. *Journal of Business & Economic Statistics*, 30(2), 212-228.
- Engle, R., Jondeau, E., & Rockinger, M. (2015). Systemic risk in Europe. *Review of Finance*, 19(1), 145-190.
- Jayasuriya, S. A. (2011). Stock market correlations between China and its emerging market neighbors. *Emerging Markets Review*, 12(4), 418-431.
- Johansson, A. C., & Ljungwall, C. (2009). Spillover effects among the Greater China stock markets. *World Development*, 37(4), 839-851.
- Glasserman, P., & Young, H. P. (2016). Contagion in financial networks. *Journal of Economic Literature*, 54(3), 779-831.
- Giglio, S., Kelly, B., & Pruitt, S. (2016). Systemic risk and the macroeconomy: An empirical evaluation. *Journal of Financial Economics*, 119(3), 457-471.
- Graham, M., Kiviahio, J., & Nikkinen, J. (2012). Integration of 22 emerging stock markets: A three-dimensional analysis. *Global Finance Journal*, 23(1), 34-47.
- Greenwood, R., Landier, A., & Thesmar, D. (2015). Vulnerable banks. *Journal of Financial Economics*, 115(3), 471-485.
- Gorton, G., & Metrick, A. (2012). Getting up to speed on the financial crisis: a one-weekend-reader's guide. *Journal of Economic Literature*, 50(1), 128-50.

- Guo, S., Jiao, Y., & Xu, Z. (2021). Trump's Effect on the Chinese Stock Market. *Journal of Asian Economics*, 72, 101267.
- Hansen, P. R., & Lunde, A. (2014). Estimating the persistence and the autocorrelation function of a time series that is measured with error. *Econometric Theory*, 60-93.
- Hautsch, N., Schaumburg, J., & Schienle, M. (2015). Financial network systemic risk contributions. *Review of Finance*, 19(2), 685-738.
- Kang, S. H., McIver, R., & Yoon, S. M. (2017). Dynamic spillover effects among crude oil, precious metal, and agricultural commodity futures markets. *Energy Economics*, 62, 19-32.
- Klingebiel, D. (2014). Emerging markets local currency debt and foreign investors-recent developments. *World Bank Treasury Presentation*.
- Klößner, S., & Sekkel, R. (2014). International spillovers of policy uncertainty. *Economics Letters*, 124(3), 508-512.
- Korkmaz, T., Çevik, E. İ., & Atukeren, E. (2012). Return and volatility spillovers among CIVETS stock markets. *Emerging Markets Review*, 13(2), 230-252.
- Lane, P. R. (2012). The European sovereign debt crisis. *Journal of economic perspectives*, 26(3), 49-68.
- Mauro, P. (2003). Stock returns and output growth in emerging and advanced economies. *Journal of Development Economics*, 71(1), 129-153.
- Massacci, D. (2017). Tail risk dynamics in stock returns: Links to the macroeconomy and global markets connectedness. *Management Science*, 63(9), 3072-3089.
- Maghyereh, A. I., Awartani, B., & Bouri, E. (2016). The directional volatility connectedness between crude oil and equity markets: New evidence from implied volatility indexes. *Energy Economics*, 57, 78-93.
- Minoiu, C., Kang, C., Subrahmanian, V. S., & Berea, A. (2015). Does financial connectedness predict crises?. *Quantitative Finance*, 15(4), 607-624.
- Markowitz, H. M. (1999). The early history of portfolio theory: 1600–1960. *Financial Analysts Journal*, 55(4), 5-16.
- Nguyen, C. C., & Bhatti, M. I. (2012). Copula model dependency between oil prices and stock markets: Evidence from China and Vietnam. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 22(4), 758-773.
- Nguyen, T. (2011). US macroeconomic news spillover effects on Vietnamese stock market. *The Journal of Risk Finance*.
- Schell, D., Wang, M., & Huynh, T. L. D. (2020). This time is indeed different: A study on global market reactions to public health crisis. *Journal of behavioral and experimental finance*, 27, 100349.
- Sui, L., & Sun, L. (2016). Spillover effects between exchange rates and stock prices: Evidence from BRICS around the recent global financial crisis. *Research in International Business and Finance*, 36, 459-471.
- Rouwenhorst, K. G. (1999). Local return factors and turnover in emerging stock markets. *The Journal of Finance*, 54(4), 1439-1464.

- Oehler, A., Horn, M., & Wendt, S. (2017). Brexit: Short-term stock price effects and the impact of firm-level internationalization. *Finance Research Letters*, 22, 175-181.
- So, M. K., Chu, A. M., & Chan, T. W. (2021). Impacts of the COVID-19 pandemic on financial market connectedness. *Finance Research Letters*, 38, 101864.
- Yin, K., Liu, Z., & Jin, X. (2020). Interindustry volatility spillover effects in China's stock market. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 539, 122936.
- Wagner, A. F., Zeckhauser, R. J., & Ziegler, A. (2018). Company stock price reactions to the 2016 election shock: Trump, taxes, and trade. *Journal of Financial Economics*, 130(2), 428-451.
- White, H. (1996). *Estimation, inference and specification analysis* (No. 22). Cambridge university press.

66.

## PROPERTY LAW REFORM: DATA, E-MONEY AND THE FATE OF FINTECH

Huynh Thien Tu\*

### **Abstract**

*Technology developments motivated financial service actors to rethink how they operate business. New forms of assets surface to challenge our traditional thinking on the term of property, e.g., big collection of customer data used in algorithmic decision, crypto-assets including several decentralized currencies via a network secured transactions. Although many have voiced their support towards a legal recognition of new assets formed by digital data, consensus have not been reached on even a basic definition. The government to date has experienced uncertainties in a regulatory framework possibly applicable to E-asset and to FinTech legal framework in whole. This paper introduces and discusses major regulatory trends regarding ownership framework of data among worldwide states, focusing on the pros and cons of regulatory choices. Analyses are made into current property law regime to explore whether specific forms of FinTech assets such as cryptocurrency or customer data could be regarded as property thus establishing its ownership under current Vietnamese property law. Upon this point, the paper suggests principles in property law reform to enhance law system integrity, interest protection and economic development in transitional Vietnam.*

**Keywords:** *Cryptocurrency, e-money, fin-tech, property law*

### **1. Introduction**

The fourth digital revolution put forward some of the most critical challenges to our traditional understandings on the foundation of economic and social institutions. In the financial field, revolutionary devices with built-in internet capability, together with autonomous algorithm kicked-start a series of change all over financial business and

---

\* University of Economics Ho Chi Minh city | Email: tuth@ueh.edu.vn

policy makers. Eventually, fin-tech drew attention from not only public and private actors, but also outsiders who have never been familiar to financial activities.

Information and communication technologies (ICTs) created an environment for users to share and exchange information, to an extent that a range of social spaces is formed (Cohen, 2006). On this alternative space, people do not find themselves communicating to the machine, but to other collective users (Wellman et al., 1996). Screens do not obstruct people from communication, rather, software applications enable a series of new way to conduct social activities followed the basis of real-life activities, including norms and ritual standards which people have to follow. However, new way to communicate triggers new standards and forms of the way we exchange information and values (Smith & Kollock, 1999).

### **1.1. Data as a fuel to FinTech revolution**

Data plays an essential role at the very core of such emerging economic order. Valuation of data to the development of the Industrial Internet has been delivered both at the academic level and in practice (Hoeren, 2014; Malgieri & Custers, 2017). When we break the technologies and methodologies of the Industrial Internet into layers<sup>2</sup>, it is easy to recognize the flow of data from the very bottom layer – the generation, collection of input information, all the way up to the business behavior of providing digital services, user experience and constructing business models. During the course of data processing, values are created and added to the data itself through the works of analysis, modelling and simulation made possible by algorithmic methods (Martti Mäntylä, 2019). On the other hand, the very data contributes to the whole value logistical chain, enabling designers, service providers and other stakeholders to better make use in decision making and information mining. In addition, to enable avant-garde technologies such as big data, artificial intelligence built on the ground of machine learning, input data are mixed, converted and organized into somewhat “bigger” structure to fit into and drive algorithm towards autonomous decisions which contribute to the business activities. The importance of data to the development of ICT, which played the vital role in shaping

---

<sup>2</sup> The author is referring to the Industrial Internet Technology Stack proposed by Martti Mäntylä (2019), in Ballardini R.M., Kuoppamäki P., Pitkänen O., et al., eds. (2019), *Regulating Industrial Internet through IPR, data protection and competition law*, Kluwer Law International B.V, Alphen aan den Rijn, The Netherlands.

today's economic and social reform, results in the metaphor in which data are seen as the “oil” of the digital era<sup>3</sup>.

As technology rises, actors in the financial service field started to implicate these advances to deliver operative and management solutions (Zetsche et al., 2017). The FinTech chronicle commenced with the usage of technology to analyze and assess risk that serves to enhance financial service business, at the same time to comply with regulations and walk hand-in-hand with financial policy makers and regulators (Zetsche et al., 2017). However, the boom of FinTech startups introduce new active players into financial services (Arner, 2017). There were reported to be 115 startups in FinTech in 2020, contributing to the FinTech ecosystem as a whole (FIntechnews.sg, 2020). Eventually, firms possessing a quantum-large amount of personal data with built-up analyzing technology could probably deliver better personalized marketing thus increasing their appearance in the financial service markets. “TechFins” have been addressed as new competitors who challenge traditional financial institutions (Zetsche et al., 2017). Additionally, technology advances are also applicable to the compliance process, “RegTech” represents the collaboration between regulators and financial service actors to make financial regulation more effective and affordable (Arner, 2017).

## **1.2. E-Asset and E-Money: Rethinking money in the digital era**

Blockchain emerges as a new form of data processing, a storing method for transaction records and value (Gates, 2017). Cryptocurrency, lying centered in technology advancements, made possible by the application of blockchains, plays the role of a digital currency based on complex calculations and the idea of a decentralized currency. In this sense, cryptocurrency is a subset under the term “electronic money” (E-Money), which stands for any currencies or accounts that does not exist under any physical forms (Pieters, 2016). It is sometimes interlinked with the term “crypto-assets”, which refers to digital units that are created and transmitted by users using cryptography (Bashynska et al., 2019).

The paper would not discuss further the technological principles and its meanings to the definition of cryptocurrency. Within this paper, E-Money would be understood as cryptocurrency. However, cryptocurrency, highlighted by some outstanding names as

---

<sup>3</sup> See Hoeren D.T. (2014). *Big Data and the Ownership in Data: Recent Developments in Europe*. European Intellectual Property Review, 36(12), 4. See more: XING Hui-Qiang. “大数据交易背景下个人信息财产权的分配与实现机制”. Secress (安全内参), <<https://www.secrss.com/article/15414>>, accessed: 02/21/2021.

Bitcoin, Ethereum, or more recently Pi, is different from other digital currencies in two aspects: first, it is created on cryptographic grounds, which means the currency is encrypted to an extent that only users who possess the key to decrypt can have access to it; second, it is decentralized, which means it is written on distributed ledger for all players and transactions are conducted peer-to-peer without interventions from any centralized institution (Bashynska et al., 2019; Gates, 2017; Renwick & Gleasure, 2021). This feature eliminates intermediate actors in the financial field from taking part in cryptocurrency exchange. Financial institutions and public actors are stepping out of the financial game if they do not act instantaneously to adapt or to actively take part as a determinant to change the whole picture.

### **1.3. The matter of choice: legislative response to FinTech and new types of assets**

Amidst changes in means of production and logistical solutions, it is necessary to provide a throughout legal recognition to data as an input material to the industry on which a legal status of industrial data, blockchain technology and E-Asset could be justified. Problems to the traditional legal approach towards ICT are listed as follow:

- (1) Vietnamese law system is built following the Soviet socialist law paradigm. The whole system is divided into separate law fields and categories, in relation to sociologist study fields. To acquire a notion to valuable data and E-assets – the offspring from the marriage of technology, finance and transactional relationships, regulators must choose between two options: to expand the current legislative coverage to further include e-asset and data; to modify the regulations based on existing framework without changing the whole legal paradigm; or to form a more suitable legal framework to fit in the digital era.
- (2) There is no official recognition in law towards E-assets. The current regime regards all physical and intangible objects as different forms of property, however, to be qualified a property status, an object must be under certain title that belongs to ownership of entities such as individuals or organizations. Currently, the Civil Code and other Vietnamese legal statutes in both information technology field and financial field do not provide any legal status to industrial data and E-assets. In May 2020, the Head Minister of the Ministry of Finance announced the formation of a Board of Research to conduct researches into legalizing E-asset and E-money (Tạp Chí Tài Chính, 2020).
- (3) The State Bank of Vietnam (SBV) have officially been advising Vietnamese citizens and organizations against all transactions made with E-money, including capital mobilization and payment. The State Bank of Vietnam made clear that under current legal regime, E-asset is not regarded as a property, therefore, all



transactions made by E-money are illegal and not protected by law. SBV holds that it does not recognize E-money as monetary means as well as its function as a payment intermediary.

The research aims to provide a direction between various options for future legislative efforts in order to create a smooth digital transformation in economic and society regarding finance. Detailed objectives of the research are, first, specifying current Vietnamese approach in FinTech legislation in comparison to other approaches; second, to explain the necessity in property law change put in context of new materials in e-commerce; third, to propose principles in future property law changes.

The paper first presents regulatory necessity to innovations in financial technologies, including regulatory choices and approaches among governments around the world. After careful assessment to the choices, the paper proceeds to discuss the regulatory trends and options applicable to Vietnamese regulatory context. Although the experimenting approach following a regulatory sandbox regime should be applicable in Vietnam, it should be operated in careful assessments and impact valuations. Within such context, the possibility of regulating new types of objects as property, including data and e-money is discussed.

Affirmative opinion shall be delivered to applying new legal frameworks with rethinks in foundation legal terms including property right and proceeds to suggest principles in future legislative effort for fintech development enhancement. The solution should be building a regulatory sandbox in general to test and learn from effects of new regulations, the regulatory sandbox should be carried carefully with constant assessment and bias-prevention in law makers' mind. Within such context, current property law regime should be modified by expanding its scope to embrace new possibilities made available by technology innovations, including industrial data and e-money. These implications serve to formulate a principle-based framework for future legislation works, to create a comprehensive law system which construes equilibrium between human right protection and freedom to business in Vietnam.

## **2. Regulatory trends: from FinTech to new forms of ownership**

### **2.1. Law and FinTech: some justifications**

Before addressing the regulatory trends, it is necessary to pay attention to the features of applicable regulations into the FinTech field. Three features related to FinTech regulations are present as follow. It should be noted that the features are inexhaustive,

hence it is necessary to narrow down the narrative and focus on FinTech activities with data-driven characteristics.

First, the law ought to present the features in utility and application of ICTs across industries, whether commercial or non-commercial. Eventually, the legislation upon ICTs ought to take their features into consideration, namely the diversity of ICT application to problem-solving, the utility it brings and the incomprehensibility of technology advancements (Amstad, 2019a).

Second, the object of regulation should be subjective behaviors in the context of ICTs application. Lessig (2006) asserted that code, which stands for algorithm and program instructions has shaped and contributed to information technology law making. ICT users' behaviors must follow the instructions, or the rules, set out primarily by coders and reflected in the application. For example, there are limited options for Facebook user to express emotional reactions to other users' opinions or post, which are set out under symbolic icons such as "like", "love", "happy", "angry", "wow" or "sad". In other words, Facebook designers/coders had limited other possibility of user emotional expression. Law, in this sense, should govern the behaviors of both the coders and the users in different phase of ICT applications.

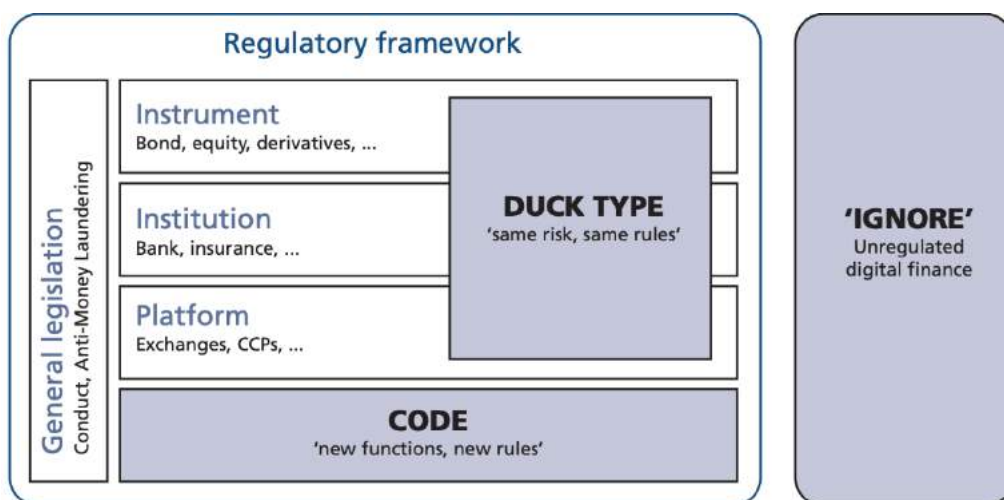
Third, end-users are often put in a disadvantageous position when it comes to ICT application in service providing. Such simple a rationale: the service providers who take active role in implicating ICTs into its activities would only do so to increase return value. To a greater extent, the replacement of traditional financial intermediaries with effects from herd mentality shall put consumer interest, business management and financial stability at risk (Knight, 2016; Lauren Saunders, 2019).

In correspondence to the three features above, a principle-based approach to legislation is arguably preferable from rules-based regulation. "Principle-based regulations" means promulgating a board set of principles and outcome-based regulations, in comparison with "rules-based regulations" which means detailed and predictive scenarios in regulations (Amstad, 2019a). Accordingly, there are at least three principles in technology regulations: legal certainty, technology neutrality and proportionality. Together, these principles create a smooth road for compliance convenience, reduce compliance cost all at the same time maintain the neutrality of law as a tool to adjust behaviors across all changes in objective conditions, which in this case stands for the rapid FinTech development. After all the law serves as a means to maintain justice and social order against any discrimination.

## 2.2. Major regulatory trends to FinTech activities

It is widely agreed that policy makers have not come to a consensus as to which extent and how the law should regulate FinTech activities. This resulted in various regulating scenarios applied to FinTech policy and law. World Bank (2020b) observed that there were four trends in regulatory framework applied to FinTech innovations, namely wait-and-see, test-and-learn, facilitating innovations and regulatory laws and reforms, in which the role of law makers ranked from passive outsider to active game changer. Most commonly, scholars have classified FinTech regulation trends into three synopses, namely: to ignore, to regulate in a “Duck Type” manner, and to regulate following the principle of “coding” (Amstad, 2019b; Hoàng Công Gia Khánh et al., 2020). The figure below addresses the three trends in relation to existing legal framework.

**Figure 1. Regulatory synopses in FinTech developments (Amstad, 2019b)**

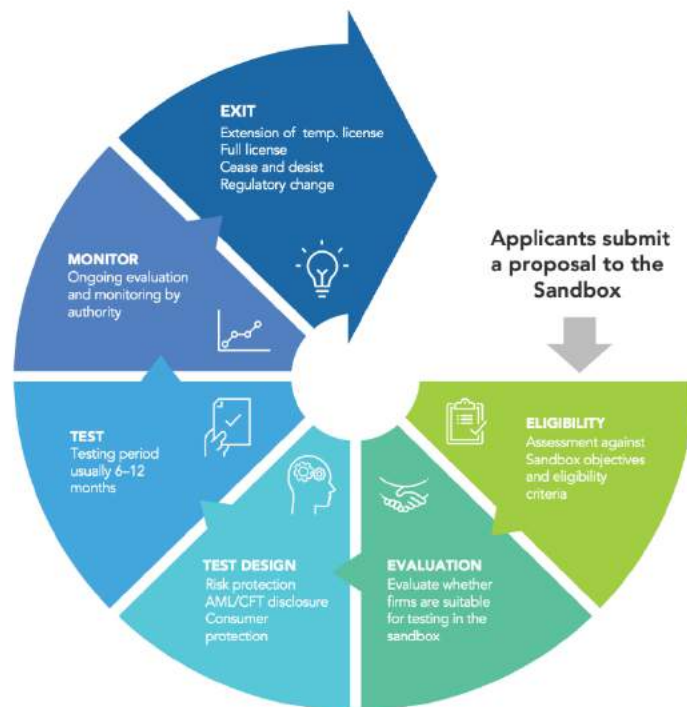


As seen from the figure, the ignorance in regulating activities means a total passive attitude in policy making. This wait-and-see hypnosis are often taken by policy makers in the beginning period of new FinTech developments. Policy makers and legislators ought to fully assess and foresee the pros and cons such new technology brings in order to deliver effective regulations. However, this attitude may form blockage to FinTech activities because it does not follow the principle of legal certainty. FinTech actors do not know how to cope with the law, they want assurance from a legal framework with certain rules that ensure and encourage FinTech developments. “Duck-Type” regulation means proposing rules to govern based on the economic function, or risk of FinTech developments. This regulation hypnosis is principles-based instead of financial instruments, institutions or platforms based. The “code” approach requires complete rethinking of certain established norms and principles throughout the traditional financial

legal framework. Rules are built upon new functions made available by technology transformation such as blockchain, smart contracts and their applications, along with risks created from such novel combination.

Scholars and practitioners are calling policy makers to apply a “regulatory sandbox” as an experimental supervisory tool for future financial law making. The sandbox mechanism creates a virtual remoted space, where qualified firms and financial actors are designated to new, experimental regulations (Amstad, 2019b; Hoàng Công Gia Khánh et al., 2020; World Bank, 2020a). These FinTech players shall be able to deliver innovative ICT application along with new business models in the finance field, with careful supervision from the authorized organs. The time and scope for experiment is limited, assessment upon the regulation shall be delivered based on the result to which extent the problem, identify previously by regulators were solved. Whether the objectives delivered prior to the sandbox period were fulfilled is also a criterion for assessment (World Bank, 2020b). The common “life cycle” of a regulatory sandbox is shown by World Bank, as presented below. A suitable time period for assessment commonly lasted from 6-12 months, afterwards the participants are authorized with a license to apply new technology, experimental regulations would also come into state legislation process and expected to be promulgated.

**Figure 2. A typical sandbox lifecycle. (World Bank, 2020b)**



### **2.3. Owning data in the fourth industrial revolution: aspects from the legal perspective**

The existing problem behind the noises towards gaining “data” a legal status came from the vagueness of a definition: we are struggling to draw a line between industrial data and personal data. Jeffrey Ritter and Anna Mayer (2017) proposed different meanings towards “industrial data” and “personal information” in this sense, recognizing the specialized domain where data is created, used and explored for sole commercial purposes thus any personal information is excluded from the connotation of this meaning. Accordingly, personal data contains information that could possibly help identifying the individual person as the subject from which it was drawn, such information does not have economic value as long as it is not processed under the digitalized form. However, the industrial internet enables companies to derive certain values from data and benefit from it (Davenport & Bean, 2018). According to Allied Market Research, in 2019, the global big data and business analytics market size was valued at \$193.14 billion<sup>4</sup>. Data are no longer mere information in everyday social exchange. In the digitalized economy, it values. The question arises when interests between stakeholders are not properly addressed thus are there concerns about the unequal exploitation to the individual’s interest whose information are excessively processed for economy purpose. Both personal data and industrial data exists in a symbiosis manner, tempting their controllers from their intercrossing value and tackling exchange via both centralized and decentralized transactions.

Owning data thus has become a subject of discussion. Many voices suggest that data should be granted a legal status, most likely a form of property. There are three arguments giving ground for this stream of opinions. First, the existence of data itself under certain physical or virtual forms makes it a probable object of legal relation in practice (Bergelson, 2003; Lessig, 2002; Malgieri, 2016b; Ritter & Mayer, 2017; Wagner, 2003). Second, data is more and more valuable in proportion to machine analytical and profiling ability, especially when it comes into relation with other pieces of digital data (Craig & Ludloff, 2011; Davenport & Bean, 2018; Higham, 2016; Hoeren, 2014; Malgieri, 2016a; Zetzsche et al., 2017). Third, the right to data control and use can be transferred from one legal subject to another, in correspondence to the feature of a “good” (Higham, 2016; Malgieri, 2016a; Malgieri & Custers, 2017). The debate has shifted towards a proper scheme to put data into place, many of which deploy an intellectual property law regime (Ballardini et al., 2019; Hoeren, 2014).

---

<sup>4</sup> <https://www.alliedmarketresearch.com/big-data-and-business-analytics-market> (accessed 21 Feb 2021).

Currently, many voices agreed that either intellectual property right or a trade secret regime applied to industrial data should be effective to business activities by owning, making use and determining such use of data, however, data containing personal-identifiable information (PII) should be subjected to another level of protection based on agreement and transparency, with strings hooking to the data subject's consent, where they can decide when and how to delete their information and opt-out of all relevant services provided on the basis of their PII (Bakhom et al., 2018; Higham, 2016; Justickis, 2020; Malgieri & Custers, 2017). Despite ongoing debates in applying a regime of trade secret in data ownership, currently data ownership cannot be established in Vietnam due to following reasons:

- (1) The conditions for an object to be qualified as trade secret thus falling within the scope of intellectual property law protection are (a) It is not of regular knowledge thus is not easy to acquire; (b) it brings advantages to its owner compared to those who does not own or have authorization to use; (c) it is secured by necessary measures so that it cannot be easily accessed and approached. (PGS. TS. Trần Văn Nam & TS. Nguyễn Thị Hồng Hạnh, 2019).
- (2) Article 85 of the Intellectual Property Law provides that, secrets regarding to personal rights, governmental administration, state security and other business-irrelevant information are not subjected to be protected under intellectual property law. Information data can be constructed from personal information, indirect information and derivative information in the big data era (Malgieri, 2016a, 2016b). Which part of the industrial data set can be subjected to intangible property right protection and which does not? Current property law regime cannot provide an ultimate answer. Unfortunately, governments have scarcely made change to their existing property regime or putting efforts to redefining ownership regarding digital data.

#### **2.4. E-money as property: why and how to cope with change**

The necessity in recognizing E-money as a form of property under Vietnamese property law has been proposed and discussed throughout in scholar papers. Generally, justifications of recognizing E-money as property are built on grounds of civil transaction validity and comprehensive market administration (Nguyễn Đình Phước, 2020; Nguyễn Minh Oanh et al., 2019; Nhung & Hanh, 2019; Trần Văn Biên & Nguyễn Minh Oanh, 2020).

The obstruct in recognizing a property right lies in the nature of E-Asset or cryptocurrency in detail. It is clearly a digital object built on data and code, a good that is subjected to be owned and exchange for equivalent transaction costs in case ownership

over data is to be recognized (Nguyễn Đình Phước, 2020). Empirical research even suggests that E-money possesses characteristics of a risk-preventing property, responses to monetary policy thus should be enlisted in financial investment list and be deemed as a property (Thu & Duong, 2020). However, if we regard E-money as an object thus subjected to the legal status of a “thing”, similar to a “Wu” (物) in Chinese or “vật” in Vietnamese, it cannot serve as a common parity like “money” do. In that sense, it only fulfills the function of a property as an exchanging good thus subjected only to the property law regime, falling outside the scope of monetary regulations (PGS. TS. Lê Vũ Nam, 2019).

On theory, the law exists not to give official authorization to certain norms or phenomena. The main function of law is to recognize new phenomena on purpose of protecting justified interest of different stakeholders within a relationship so that justice shall be fulfill to the society. The law should be applied to govern all civil relationship, regardless of ownership nomination of E-asset. Government should not response to E-money in a restrictive manner just because of the lack in legal recognition, this is already proposed as a principle in law practice<sup>5</sup>. Civilians possessing E-money and the ability to trade them also deserve justice no less than others who do not.

However, legalizing E-money based on the function of law is not effective enough to reach justice. Despite uncertainty on legal recognition, transactions with E-money takes place excessively. Such transactions contain even greater financial risks to consumers who are unfamiliar to finance and technology innovations. Proposing a legal framework for E-money recognition to govern their transactions shall bring benefit to economic participants thus striking market stability and minimize governing burdens (Nguyễn Minh Oanh et al., 2019; Nhung & Hanh, 2019).

Legalizing E-money is thus an inarguable need. The question now shifts to how E-money should be addressed under current Vietnamese regulation framework following the regulatory trends in FinTech legislation. Upon cryptocurrency, governments vary in response, albeit efforts have been made to stabilize the internal and transnational markets. It is observed that there are four legislative trends among governments around the world:

---

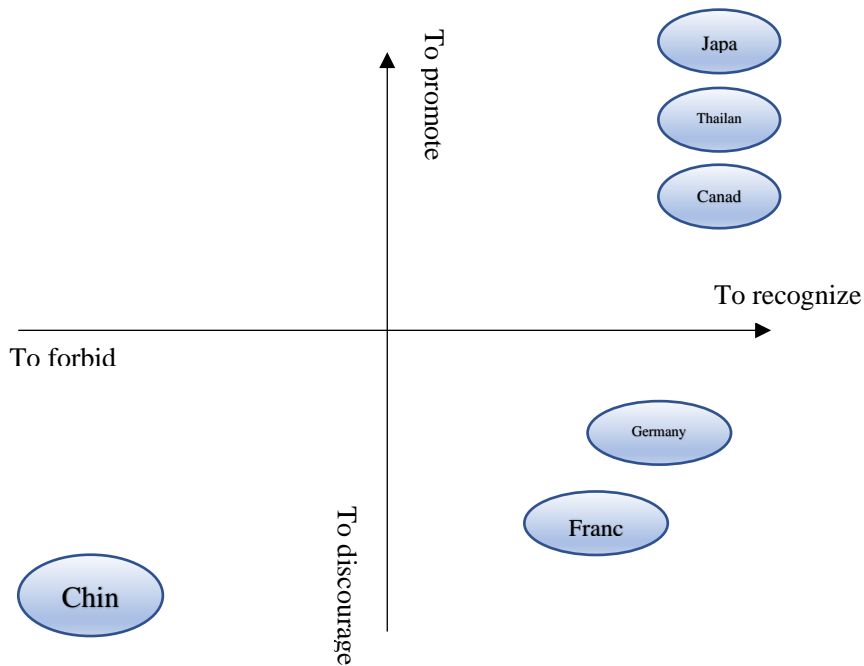
<sup>5</sup> Article 14 (2) of the Vietnamese Civil Code provides that “... courts may not refuse to settle a civil matter or case on reason that there is no provision of law to be applied”. In such case, law practitioners should apply other legal sources such as case law or customs, if these two sources are also missing, matters shall be solved following general principles of law.

- (1) to completely forbid its use and circulation;
- (2) to ignore the existence of cryptocurrency by giving no recognition in law and relevant legislative measures;
- (3) to give recognition in law without promoting its use and
- (4) to fully recognize and promote its use under specialized conditions and administrative procedures.

Figure 3 presents the trend in cryptocurrency legislation around the world. States are placed between the axes for the illustration of their attitude on E-assets based on policy plans and legislative recognition, corresponding to the four mentioned legislative trends. The level of legal recognition towards E-Money is presented in the horizontal axis, with the recognizing level increasing from left to right. The vertical axis represents different governments' practical attitudes towards E-money recognition and transactions, reflected in most recent strategic plan, ranking from the complete discouragement bottom all the way up to full promotion of its use. The states in survey are selected from Asia, Europe and North America, with which Vietnam enjoy similar legal system characteristics. Currently, no state has shown full recognition and promotion towards E-money in accordance with the (4) trend. China was among most notable states to completely forbid the use and transaction of cryptocurrency in 2018, however, the Central Bank of China rolled out their own digital currency followingly, known as eCNY with hope to take centralized control of all E-money forms (Nathaniel Popper & Cao Li, 2021). Vietnam is currently standing still on the (2) approach, while Singapore chose to follow the (3) path. Canada, Japan and Thailand are among the avant-garde states to take steps in recognizing the legal status of E-money, along with suitable procedures and administrative measures to better protect financial integrity and national monetary security (Inshyn et al., 2018; Nguyễn Minh Oanh et al., 2019).



**Figure 3. Regulatory trends to E-money among states.**



### 3. FinTech Law: From Regulatory Sandbox to Property Law Reform

#### 3.1. Efforts in Vietnam Fintech legislation

As argued by scholars, arising from practical observation, currently Vietnam regulatory framework towards FinTech activities is insufficient and unclear (Hai Yen Nguyen, 2020). New laws regarding technology innovations have been promulgated ever since the 2000s and still in effect to date: Law on Digital Transaction (Law 51/2005/QH11), Law on Information Technology (Law 67/2006/QH11), Law on Cyberinformation Security (Law 86/2015/QH13) and Law on Cybersecurity (Law 24/2018/QH14), along with several sub-law documents which govern and regulate legal relations in the E-Commerce field (Decree 52/2013/NĐ-CP on E-Commerce, Decree 72/2015 on the management, provision and use of internet services and online information, etc.). On the other hand, regulations in the financial sector varies and has not addressed the ICT directly among statute lines. To date, the main regulation object in FinTech field focuses mostly on the payment sector, observed in Law on the State Bank of Vietnam (Law 46/2010/QH12), Decree No. 101/2012/ND-CP and Decree No. 80/2016/ND-CP on cashless payment and Circular No. 39/2014/TT-NHNN, Circular No. 20/2016/TT-NHNN and Circular No. 30/2016/TT-NHNN on intermediate payment services.

Signals are raised for a proper framework regulating FinTech activity. The main voices are challenging the well-established rules in the technology field: financial institutions demand legal recognition to digital payment, crowdfunding, peer-to-peer lending and E-asset; financial newbies and demand for financial integrity and fair competition, while end-users want consumer protection including information privacy and transparency via legal instruments. On the superstructure, policy makers aim at protecting financial sovereignty and eliminate outlaw activities arisen from decentralized monetary exchange i.e. E-money laundering (Tran Van Long & Le Tan Quan, 2018). In fact, projects and programs have been deployed to cope with the transition: The Prime Minister issued Project on the science and technology application in the process of restructuring the industry and trade sector up to 2025, with a vision to 2030 promulgated with Decision No. 754/QĐ-TTg; The State Bank of Vietnam established the Steering Committee on Fintech under State Bank of Vietnam (SBV) according to Decision No. 328/QĐ-NHNN. Especially, regarding E-Money legal recognition, the Prime Minister proposed the Project on the improvement of legal framework on the management of virtual assets, digital currencies and virtual currencies promulgated with Decision No. 1255/QĐ-TTg, accordingly, new regulations are expected to be promulgated to manage and handle virtual assets (Hai Yen Nguyen, 2020). A recent interview between the State Bank of Vietnam Times and Dr. Chau Dinh Linh has somehow been a message: we should not apply the regulatory sandbox as a trend; it is more important to be cautious on risk, aiming towards a holistic legal framework (SBV-Ngân Hàng Nhà Nước, 2019).

Scholars argue that regulatory sandbox should be an effective measure for FinTech law reform, because it creates a limited virtual space where applicants for experiment are subjected to innovative regulations following experimental policy for FinTech. Accordingly, within this “arboretum” there are selected subjects following a different legal framework within a short period of time, while law makers and policy planners shall deliver comparison to those similar determinants to FinTech field following the existing law framework (Hoàng Công Gia Khánh et al., 2020). Vietnam is already moving towards a regulatory sandbox paradigm for FinTech law. However, there are contrasting opinions. Hai Yen Nguyen casted doubt on the neutrality and inclusiveness of regulatory sandbox, asserted that it should only be applied periodically. Furthermore, the author agreed with Zetzsche et al. (2017) that for the long term, a formal approach including regulation reformed or new promulgation should be adopted (Hai Yen Nguyen, 2020).

### **3.2. Property law reform: what to expect?**

As discussed, rethinking the definition to “property” as a legal status is a must in the transformative time. On January 2021, Vietnam Prime Minister approved the “Project on

Complete Institutionalize of Organizations and Personal Property Ownership Right recognized in the 2013 Constitution, ensure smooth transaction, effective implementation and protection to property right” following Decision 120/QĐ-TTg. This document can be regarded as the first ever official document to signal legal reform in the property law field.

Current Vietnam Civil Code recognize the term “Property” by listing four respective types, namely objects, money, valuable papers and property rights (Article 105 of Civil Code). These types could be divided into movable and immovable property. Vietnam also recognizes intangible property like intellectual property and other “property rights” such as the right to make use of land, etc. The Decision 120/QĐ-TTg explicitly states that “Property Right”, as one among four recognized types of property shall be the main focus for property law reform. This implied that respective rights to the use and value-exploitation of data could be deemed as a legal right, subjected to intangible property. This could implicitly mean that data and E-money – two pillars to FinTech development shall not be regarded as an object for owning, instead, the right to access and take control, thus making use from data and cryptocurrency shall be given effect as a property right. If this approach is to be applied, following scenarios shall take place:

- Institutions could make use of not only the data they collected, but also the data derivate from algorithmic analytics. These data, combined with analytical technologies and profiling help financial firms to better assess risks from customers’ behaviors and reactions to certain social or economic events, help deliver better financial strategy and products. Risks can be better foreseen, credit shall be graded into scores, losses can be avoided more likely and effectively.
- E-Money shall not be money, in other words, E-Money shall be regarded as certain form of objects amidst forms of property. It can be owned, be exploited for value and be determined through legal or physical actions. However, it cannot fulfill the function of a medium of exchange, a unit of account or even a store of value. Whether this approach affects the financial markets and financial integrity falls outside the scope of this paper. However, in temporary it can be observed that this de-recognition of E-Money as a monetary instrument does not stop their supposed owners from mining, owning and exchanging them. It would only deepen and worsen the worry towards outlaw activities.
- Blockchain technologies shall be enhance and applied more in delivering financial solutions to very practical scenarios. Cryptocurrency, an already popular blockchain-based product, shall increase its presence in everyday transactions not as a medium of exchange but as an object for exchange. Blockchain technologies and the data attached to the blocks shall be a new technical mechanism for data

protection, triggering even new behavioral rules which may demand more waves of legal reform.

- Large data markets should arise as a platform to exchange data and risk management experiences. The exchange of data shall follow certain rules to best balance different stakeholders' interests, i.e., rules in the field of competition when it comes to economic activities, or rules regarding privacy and customer protection when it comes to personal data processing. Most importantly, principles should be set towards the good use of data exchanging, to enhance technological innovations and economic interest through collaboration.
- New financial order will surface following the appearance of new secondary markets. Data right or E-Money could even be deemed as an off-the-plan property, subjected to be exchanged in future contracts. Escalation of interest rate equals to the use of such right for security interests and their legal consequences should be taken into consideration as another predictive scenario for lawmakers.

### 3.3. Suggestions for principles in future property law reform

A legal reform is irresistible. In the ever-changing time, law should be an effective tool to enhance justice and ensure essential freedom, including freedom to business and freedom to privacy. Keeping a balance between these essential values prove difficulties in various cases. The following principles are initially proposed in a predictive manner, based on the theory that law should plays the role of a ruler in adjusting behaviors, a standard-setter for respected norms in the society and a guardian of fundamental freedom, in the context of transforming Vietnam.

- **Ensuring legislative comprehension in legal reform.** Property law has been a subset placed under the civil law field, which scope includes property and personal right relations. Law regarding monetary liquidation and activities of financial institutions such as banks and financial service providers are regulated in the financial law field, which is often put under the legislative authority of the Ministry of Finance and the State Bank of Vietnam. If data determines the future of finance, it is essential to create a synchronized system of law regarding data and E-Money.
- **Redefine the term “intangible property” to better cover current control and value acquisition practice towards data and E-Money.** Intangible property often refers to the right to make use of land and intellectual property rights, without a clear and overall definition. Adding more objects into its scope would only increase the difficulties in legal comprehension and implementation. If narrowing the space between cognition and adaptability should be held an

important mission in shaping the fourth industrial revolution (Schwab & Davis, 2018), the law should also be easy to understand and implement by business actors and financial players from the private sector.

- **Maintain social order through financial stability and cyberspace security.** Enabling the free exchange to data and E-money (as an object or as a medium of exchange) requires stability in national liquidation. To do so, the role and authority of administrative organ should be legally stated in a clear manner. Security methods along with criminal and administrative regulations should be adjusted to include outlaw activities which attacks the eligible interest of citizens and end-users, especially in Gen-Z users, arguably to be the next generation pushing innovations further (A. M. Abu Daqar et al., 2020). After all, freedom comes with trust. If generations of citizens trust administrative authorities in monitoring smooth cashflow, with stable and trustable legal instruments, national finance stays healthy and balance even in a fluctuating era of digital transformation.

#### 4. Conclusion

After recognizing a virtual cyberspace where information and value are exchangeable thus create free flow across relevant E-Commerce actors, the paper points out the essential value integrated in data and other new forms of financial instruments. The paper agrees to previous scholar voices that (1) a regulatory sandbox regime would be suitable for testing the comprehension and implementation of new rules regarding FinTech innovations; (2) it is necessary to re-evaluate the legal status of “property” regarding industrial data, personal data and E-Money. Suggestions are delivered towards future property law reform to ensure the legal and financial integrity, including (a) ensuring the comprehension throughout the whole legal system; (b) redefine necessary legal terms regarding property to make law more understandable and easier for citizens to comply with; (c) implement new social order into laws and maintain security, moreover, to increase consumers’ faith in the financial system, making finance a desirable place for younger and younger generations who tends to put faith in FinTech, the next generation of finance.

#### References

- A. M. Abu Daqar, M., Arqawi, S., & Abu Karsh, S. (2020). Fintech in the eyes of Millennials and Generation Z (the financial behavior and Fintech perception). *Banks and Bank Systems*, 15(3), 20–28. [https://doi.org/10.21511/bbs.15\(3\).2020.03](https://doi.org/10.21511/bbs.15(3).2020.03)
- Amstad, M. (2019a). Regulating Fintech: Objectives, Principles, and Practices. *ADB Working Paper Series*, 1016, 18.

- Amstad, M. (2019b, March 21). Regulating fintech: Ignore, duck type, or code. *VoxEU.Org*.  
<https://voxeu.org/article/regulating-fintech-ignore-duck-type-or-code>
- Arner, D. W. (2017). FinTech, RegTech, and the Reconceptualization of Financial Regulation. *International Law*, 44.
- Bakhom, M., Conde Gallego, B., Mackenrodt, M.-O., & Surblytė-Namavičienė, G. (Eds.). (2018). *Personal Data in Competition, Consumer Protection and Intellectual Property Law: Towards a Holistic Approach?* (Vol. 28). Springer Berlin Heidelberg. <https://doi.org/10.1007/978-3-662-57646-5>
- Ballardini, R. M., Kuoppamäki, P., Pitkänen, O., & Future Regulation of Industrial Internet (Project) (Eds.). (2019). Chapter 7: Owning Data via Intellectual Property Rights: Reality or Chimera? In *Regulating Industrial Internet through IPR, data protection and competition law* (pp. 115–133). Kluwer Law International B.V.
- Bashynska, I., Malanchuk, M., Zhuravel, O., & Olinichenko, K. (2019). Smart Solutions: Risk Management of Crypto-Assets and Blockchain Technology. *International Journal of Civil Engineering and Technology*, 10, 1121–1131.
- Bergelson, V. (2003). It's Personal But Is It Mine? Toward Property Rights in Personal Information. *UC Davis Journal of International Law and Policy*, 37, 73.
- Cohen, J. E. (2006). *Cyberspace As/And Space* (SSRN Scholarly Paper ID 898260). Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=898260>
- Craig, T., & Ludloff, M. E. (2011). *Privacy and big data*. O'Reilly Media, Inc.
- Davenport, T. H., & Bean, R. (2018). *Big Companies Are Embracing Analytics, But Most Still Don't Have a Data-Driven Culture*. Harvard Business Review.
- FIntechnews.sg. (2020). *Vietnam Fintech Report 2020* (p. 21). <https://fintechnews.sg/wp-content/uploads/2021/01/Vietnam-Fintech-Report-2020.pdf>
- Gates, M. (2017). *Blockchain: Ultimate guide to understanding blockchain, bitcoin, cryptocurrencies, smart contracts and the future of money*.
- Hai Yen Nguyen. (2020). Fintech in Vietnam and Its Regulatory Approach. In M. Fenwick, S. Van Uytsel, & B. Ying (Eds.), *Regulating FinTech in Asia: Global Context, Local Perspectives*. Springer Singapore. <https://doi.org/10.1007/978-981-15-5819-1>
- Higham, L. (2016). *Best Practices of Big Data Analytics Applied to PII Security*. <https://dash.harvard.edu/handle/1/33825785>
- Hoàng Công Gia Khánh, Trần Hùng Sơn, Lê Đức Quang Tú, Nguyễn Thị Diễm Hiền, Nguyễn Vĩnh Khương, Nguyễn Thanh Liêm, Huỳnh Thị Ngọc Lý, Hoàng Trung Nghĩa, Tô Thị Thanh Trúc, & Nguyễn Thị Hồng Vân. (2020). *Khung pháp lý phát triển công nghệ tài chính: Kinh nghiệm quốc tế và khuyến nghị cho Việt Nam*. NXB Đại học Quốc gia TP HCM.
- Hoeren, D. T. (2014). Big Data and the Ownership in Data: Recent Developments in Europe. *European Intellectual Property Review*, 36(12), 4.
- Inshyn, M., Mohilevskiy, L., & Drozd, O. (2018). THE ISSUE OF CRYPTOCURRENCY LEGAL REGULATION IN UKRAINE AND ALL OVER THE WORLD: A

- COMPARATIVE ANALYSIS. *Baltic Journal of Economic Studies*, 4(1), 169–174. <https://doi.org/10.30525/2256-0742/2018-4-1-169-174>
- Justickis, V. (2020). Balancing Personal Data Protection with Other Human Rights and Public Interest: Between Theory and Practice. *Baltic Journal of Law & Politics*, 13(1), 140–162. <https://doi.org/10.2478/bjlp-2020-0006>
- Knight, B. (2016). FinTech: Who Regulates It and Why It Matters. *Milken Institute: Center for Financial Markets*, 30.
- Lauren Saunders. (2019). *FINTECH AND CONSUMER PROTECTION: A Snapshot*. National Consumer Law Center. <https://www.nclc.org/images/pdf/cons-protection/rpt-fintech-and-consumer-protection-a-snapshot-march2019.pdf>
- Lessig, L. (2002). Privacy as Property. *Social Research*, 69(1), 247–269. <https://www.jstor.org/stable/40971547>
- Malgieri, G. (2016a). *Property and (Intellectual) Ownership of Consumers' Information: A New Taxonomy for Personal Data* (SSRN Scholarly Paper ID 2916058). Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=2916058>
- Malgieri, G. (2016b). “Ownership” of Customer (Big) Data in the European Union: *Quasi-Property as Comparative Solution?* (SSRN Scholarly Paper ID 2916079). Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=2916079>
- Malgieri, G., & Custers, B. (2017). *Pricing Privacy – The Right to Know the Value of Your Personal Data* (SSRN Scholarly Paper ID 3047257). Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=3047257>
- Nathaniel Popper & Cao Li. (2021). *China Charges Ahead With a National Digital Currency—The New York Times*. The New York Times. <https://www.nytimes.com/2021/03/01/technology/china-national-digital-currency.html>
- Nguyễn Đình Phước. (2020). Tiền ảo có thể được xem là tài sản. *Tap Chí Nghiên Cứu Lập Pháp*, 21(421). <http://lapphap.vn:80/Pages/tintuc/tinchitiet.aspx?tintucid=210712>
- Nguyễn Minh Oanh, Đàm Thị Diễm Hạnh, Nguyễn Thị Long, Nguyễn Huy Hoàng Nam, & Hoàng Thị Loan. (2019). Thực trạng pháp luật một số nước về tiền ảo và kinh nghiệm cho Việt Nam. In *Xây dựng và hoàn thiện khung pháp lý về Tiền ảo trong bối cảnh hội nhập và phát triển*. NXB Tư Pháp.
- Nhung, N. T. H., & Hanh, N. T. M. (2019). Overview on the legal position of cryptocurrency (Bitcoin) in some countries in the world—Orientation to build a legal framework for cryptocurrency in Vietnam. *Science & Technology Development Journal - Economics - Law and Management*, 3(2), 119–125. <https://doi.org/10.32508/stdjelm.v3i2.549>
- PGS. TS. Lê Vũ Nam. (2019). *Tiền ảo và vấn đề xây dựng khung khổ pháp lý quản lý tiền ảo tại Việt Nam*. TapChiTaiChinh. <https://tapchitaichinh.vn/ngan-hang/tien-ao-va-van-de-xay-dung-khung-kho-phap-ly-quan-ly-tien-ao-tai-viet-nam-306097.html>

- PGS. TS. Trần Văn Nam & TS. Nguyễn Thị Hồng Hạnh (Eds.). (2019). Bảo hộ quyền sở hữu công nghiệp đối với bí mật kinh doanh. In *Giáo trình pháp luật sở hữu trí tuệ (Tái bản lần thứ nhất)*. NXB Đại Học Kinh Tế Quốc Dân.
- Pieters, G. (2016). The Potential Impact of Decentralized Virtual Currency on Monetary Policy. *Annual Report, Globalization and Monetary Policy Institute*, 20–25. <https://ideas.repec.org/a/fip/feddgm/00034.html>
- Renwick, R., & Gleasure, R. (2021). Those who control the code control the rules: How different perspectives of privacy are being written into the code of blockchain systems. *Journal of Information Technology*, 36(1), 16–38. <https://doi.org/10.1177/0268396220944406>
- Ritter, J., & Mayer, A. (2017). Regulating Data as Property: A Construction for Moving Forward. *Duke Law & Technology Review*, 16(1), 220.
- SBV-Ngân Hàng Nhà Nước. (2019). *Sandbox: Không áp dụng theo phong trào*. <http://sbv.gov.vn>. [https://sbv.gov.vn/webcenter/portal/vi/menu/rm/apph/tbnh/tbnh\\_chitiet?leftWidth=20%25&showFooter=false&showHeader=false&dDocName=SBV401026&rightWidth=0%25&centerWidth=80%25&\\_afLoop=19185802001123224#%40%3F\\_afLoop%3D19185802001123224%26centerWidth%3D80%2525%26dDocName%3DSBV401026%26leftWidth%3D20%2525%26rightWidth%3D0%2525%26showFooter%3Dfalse%26showHeader%3Dfalse%26\\_adf.ctrl-state%3D12i4phgas9\\_4](https://sbv.gov.vn/webcenter/portal/vi/menu/rm/apph/tbnh/tbnh_chitiet?leftWidth=20%25&showFooter=false&showHeader=false&dDocName=SBV401026&rightWidth=0%25&centerWidth=80%25&_afLoop=19185802001123224#%40%3F_afLoop%3D19185802001123224%26centerWidth%3D80%2525%26dDocName%3DSBV401026%26leftWidth%3D20%2525%26rightWidth%3D0%2525%26showFooter%3Dfalse%26showHeader%3Dfalse%26_adf.ctrl-state%3D12i4phgas9_4)
- Schwab, K., & Davis, N. (2018). *Shaping the future of the fourth industrial revolution: A guide to building a better world* (First American edition). Currency.
- Smith, M. A., & Kollock, P. (1999). *Communities in Cyberspace*. Psychology Press.
- Tạp Chí Tài Chính. (2020). *Không nên đầu tư, nắm giữ, thực hiện các giao dịch liên quan đến các loại tiền ảo*. Tạp Chí Tài Chính. <https://tapchitaichinh.vn/tai-chinh-phap-luat/khong-nen-dau-tu-nam-giu-thuc-hien-cac-giao-dich-lien-quan-den-cac-loai-tien-ao-328052.html>
- Thu, P. T. A., & Duong, N. T. (2020). Does Bitcoin share the same characteristics as a financial asset? Empirical evidence through the monetary policy. *Science & Technology Development Journal - Economics - Law and Management*, 4(1), 636–645. <https://doi.org/10.32508/stdjelm.v4i1.556>
- Trần Văn Biên & Nguyễn Minh Oanh. (2020). *Tiền ảo và một số vấn đề pháp lý đặt ra ở Việt Nam hiện nay*. VIỆN HÀN LÂM KHOA HỌC XÃ HỘI VIỆT NAM. <https://vass.gov.vn/nghien-cuu-khoa-hoc-xa-hoi-va-nhan-van/Tien-ao-va-mot-so-van-de-phap-ly-114>
- Tran Van Long & Le Tan Quan. (2018). E-Money Laundering and the Incapability of Current Legal framework. *Conference Proceedings*. Conference: Asia Conference on Business and Economic Studies (ACBES) 2018, University of Economics HCMC. [https://www.researchgate.net/publication/327509841\\_E-Money\\_Laundering\\_and\\_the\\_Incapability\\_of\\_Current\\_Legal\\_framework](https://www.researchgate.net/publication/327509841_E-Money_Laundering_and_the_Incapability_of_Current_Legal_framework)
- Wagner, R. P. (2003). *Information Wants to Be Free: Intellectual Property and the Mythologies of Control* (SSRN Scholarly Paper ID 419560). Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.419560>



- Wellman, B., Salaff, J., Dimitrova, D., Garton, L., Gulia, M., & Haythornthwaite, C. (1996). *COMPUTER NETWORKS AS SOCIAL NETWORKS: Collaborative Work, Telework, and Virtual Community*. 27.
- World Bank. (2020a). *Global Experiences from Regulatory Sandboxes* (No. 8; FinTech Note). World Bank. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/34789>
- World Bank. (2020b). *How Regulators Respond To FinTech: Evaluating the Different Approaches – Sandboxes and Beyond* (License: CC BY 3.0 IGO.; FinTech Note). World Bank. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/33698>
- Zetsche, D. A., Buckley, R. P., Arner, D. W., & Barberis, J. N. (2017). From FinTech to TechFin: The Regulatory Challenges of Data-Driven Finance. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2959925>

67.

## ARTIFICIAL INTELLIGENCE: A PROPOSED “AI ECOSYSTEM” FOR VIETNAM

**Vu Quang Trinh\***

**Ngan Thi Luong\*\***

**Hang T. T. Nguyen\*\*\***

**Mi Tran\*\*\***

**Kiet Tuan Duong\*\*\***

### **Abstract**

*In this paper, we have collected new, valuable, and relevant AI-related findings from the existing literature, and then provide some recommendations for Vietnam in sustainably promoting their 4<sup>th</sup> digital revolution process. Based on this background, we propose a Vietnam “AI Ecosystem” which consists of five core and interconnected pillars: Pillar 1 - the world AI development; Pillar 2 - Economy; Pillar 3 - Financial system; Pillar 4 - Corporations (i.e., Finance, Marketing and Management); and Pillar 5 - Social and Ethical Issues. We then suggest some important implications and recommendations for Vietnam in regulating AI: huge collaborations, Corporate Digital Responsibility (CDR), ethical AI model, the layered model for AI governance, etc. Our study offers a critical and timely insight with a hope to contribute to the future Vietnam digital era.*

**Keywords:** *AI, Vietnam, AI Ecosystem, CDR, ethical AI model.*

### **1. Introduction**

Artificial Intelligence (AI), known as the “simulation of human intelligence in machines that are programmed to think like humans and mimic their actions”, is already a widespread technology (e.g., [Androutsopoulou et al., 2019](#); [Frey and Osborne, 2017](#)). AI could possibly have significant impacts on every aspect of our daily life and businesses; particularly, it has improved the quality of firm decision making and problems solving in

---

\* Newcastle University Business School, Newcastle University, UK| Email: vu.trinh@newcastle.ac.uk

\*\* London South Bank University Business School, UK

\*\*\* Huddersfield Business School, University of Huddersfield, UK

various sectors over time via the usages of different types of machine intelligence, e.g., natural language comprehension, robotics, expert system, and machine learning (see [Koroteev and Tekic, 2021](#); [Eliasy and Przychodzen, 2020](#); [Androutsopoulou et al., 2019](#)). Globally, the AI market size was valued at \$39.9 billion in 2019, and it is anticipated that the worldwide revenues for the AI market (software, hardware, and services) will be speedily increased by 16.4% per year in 2021 (\$327.5 billion) ([International Data Corporation, 2021](#)) and break the \$500 billion mark with a 5-year annual growth rate of 17.5% in 2024 (\$554.3 billion). The covid-19 pandemic has also pushed AI to the top of corporate agenda, hence, this empowers the resilience and relevance of most of companies around the world. In the AI race, the U.S. and China are the leaders with significant AI investments in public and private sectors. For instance, the Chinese government has budgeted \$2.1 Billion for AI-focused research center, while the U.S. Department of Defense announced its AI investments up to \$2 billion over the next five years. Private investments in AI are over \$23 billion in the U.S. and \$9.9 billion in China in 2020 ([Zhang et al., 2021](#)). However, there are potential issues that are arising along with the AI development such as unemployment, income inequality, information asymmetry and new entry boundaries for start-ups ([Aghion, Jones and Jones, 2017](#); [Goolsbee, 2018](#); [Agrawal, Gans and Goldfarb, 2019](#); [Feijóo and Kwon, 2020](#)).

Vietnam is not outside the growing AI development trend. It is one of the countries worldwide which holds AI as the key to their economic and financial future ([Vietnam Investment Review, 2018](#); [Tang and Tien, 2020](#)). With an increase in both population and consumptions of new advanced technologies recently, this potential market has become an attractive destination of high-tech investors such as Facebook, Apple, and Google. Particularly, in recent years, AI has become one of the most crucial strategic economic policies of the Vietnam government. However, the adoption of AI in Vietnam is lagged behind the other developed economies (e.g., the U.S., China or Japan) and still in the early phase of technological transformation. Whereas AI is developed in Vietnam, government and businesses not only enjoy inherent advantages, but also encounter with difficulties ([Dwivedi et al., 2019](#)). In order to foster the benefits of AI advancement, mitigate risks and formulate feasible economic plans for AI development, Vietnam needs to constantly discover and renovate new research findings about AI in the world, then properly relate them into its specific context and ultimately promote an “*AI Ecosystem*”. In the area of the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution, AI in Vietnam has found their important applications in several areas of both, human life and corporate life. It is likely to create a breakthrough for Vietnamese socioeconomic expansion, and becomes one of the most

familiar term and a new standard for this country to measure against each other (Makridakis, 2017; Dwivedi *et al.*, 2019).

Remarkably, Vietnam follows the trend of technology in the world very quickly. The spread of AI application also depends on the affordability of each business. Vietnam corporations are largely small and medium firms, so firms in Vietnam can adopt AI by starting with low-cost AI technology. For example, the impact of AI on Vietnamese commercial banks has been considerable, including the improvement of bank cost and performance, bank risk assessment, fraud detection and customer experience (Tang and Tien, 2020). Vietnam is also in the phase of 5G trial services on a large scale. According to research by the Institute of Information and Communication Strategy, 5G is forecast to contribute to GDP growth about 7% by 2025.<sup>4</sup> In August 2020, the Ministry of Information and Communications and one of the technology giants companies – Viettel established an AI platform called “The Viettel AI Open Platform” to help and optimize the operations of organisations and businesses. The platform focuses on Vietnamese speech processing technology, Vietnamese natural language processing technology and computer vision technology.

In his recent opening speech at an AI event<sup>5</sup>, Bui The Duy, Deputy Minister of Science and Technology, has asserted that AI techniques appear to be getting into Vietnamese daily life and it has (and will continue) replaced much of manual work in the labour-intensive fields. He thinks that Vietnam might be one of the biggest and most developed nations in the world that possess their own AI development policies as well as strategies to place AI at the core of their economic growth. Evidently, AI sector in this country has self-proved its incredible progress over years, especially in the production of goods with high degrees of AI applications. Nevertheless, like any other regions, Vietnam has to face several challenges including lack of big databases, resources and the number of corporations specialised in AI areas. Therefore, in this study, we believe that a research that could systematically collect updated, valuable and relevant AI-related findings in the existing AI literature from the world, and then qualitatively bring them to the context of Vietnam to make important recommendations, is tremendously indispensable. We, therefore, are among first studies doing so for this country.

A great contribution of our study is, in general, to create an AI Ecosystem for Vietnam. Indeed we propose a new ecosystem for this country which includes five core pillars: *Pillar 1* - the World AI development; *Pillar 2* - Economy; *Pillar 3* - Financial

---

<sup>4</sup> <https://opengovasia.com/vietnam-to-trial-5g-services-on-a-large-scale-in-2021/>

<sup>5</sup> Source: <https://www.vir.com.vn/the-dream-of-a-powerful-vietnam-through-ai-69964.html>

system; *Pillar 4* - Corporations (i.e., Finance, Marketing and Management); and *Pillar 5* - Social and Ethical Issues. These pillars are interconnected and play important role in the AI development of Vietnam. Based on the discussions of those pillars, we establish a great need for Vietnam in regulating AI in an extremely cautious manner. However, this needs to go along with several concerns and aspects. First and foremost, regulating AI to Vietnam requires a huge collaboration across many stakeholders including government, policy-makers, as well as businesses in public and private sectors, for example, to understand human-computer interactions in building trustworthy and fair decision-making algorithms. Second, we suggest that Vietnam could start using Corporate Digital Responsibility (CDR) as an essential aspect during the AI development periods. Third and importantly, we have raised an attentive to Vietnamese sectors/government that they should not keep rushing and break things because this is dangerous and makes the development across country and industries unevenly and hence, may lead to several future consequences, supported by AI experts and the existing literature showing that the risks involved might be enormous and harmful to the financial system, economy, and society. Fourth, in the current context and condition of Vietnam, it is necessary to establish ethical AI model since there are some risks involved of being unethical with AI across the globe. Fifth, we suggest that Vietnam can consider applying the layered model for AI governance, and increase their awareness and knowledge related to 'VUCA' AI environment (Volatility; Uncertainty; Complexity; Ambiguity). Finally, there is a need to balance Innovation-regulation equilibrium, to identify some regulatory sandboxes and AI catastrophic risks for Vietnam. All of the above recommendations imply that future of AI in this country needs to be in line with global development in AI such as Trust, socio-technical risks/regulation/

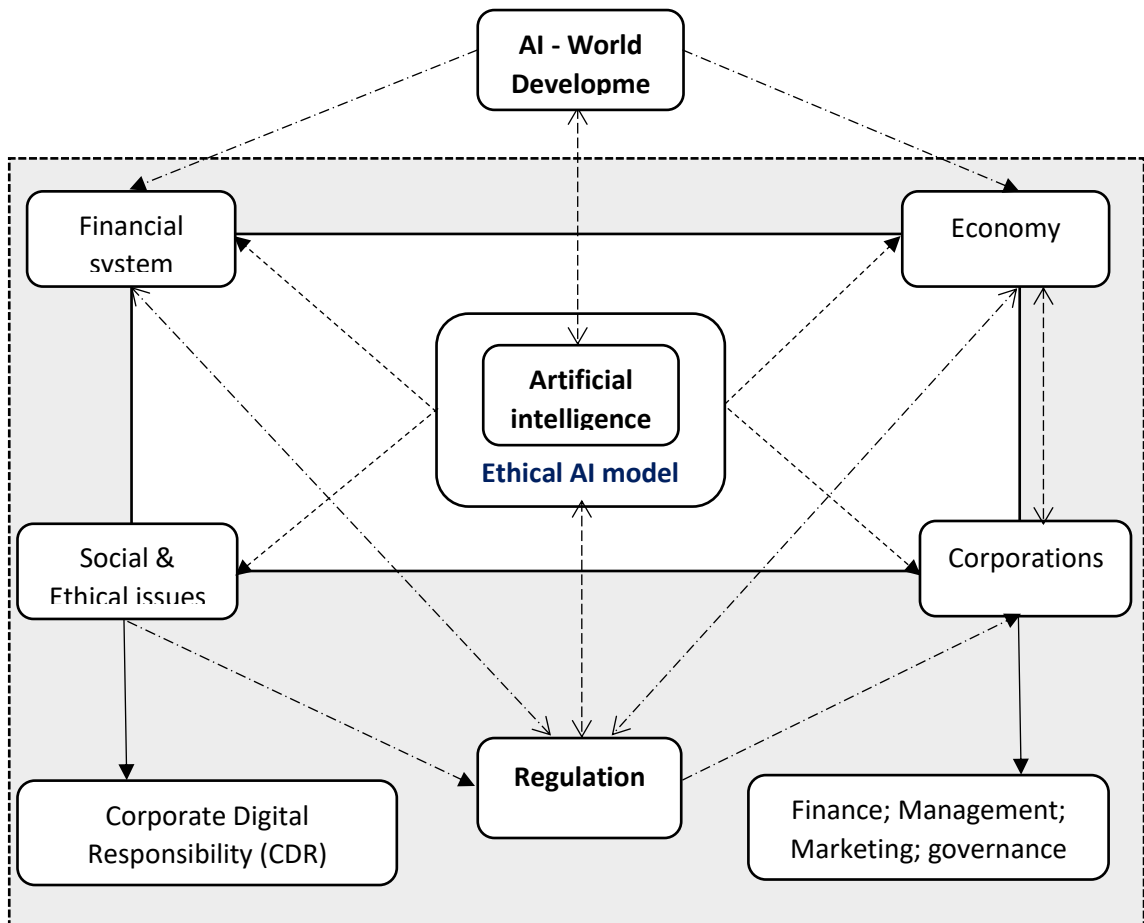
## **2. Proposed a Rudimentary AI Ecosystem for Vietnam (A Brief):**

As widely known as a suite of technologies which is enabled by adaptive predictive power and exhibiting some degrees of autonomous learning, AI could dramatically help us to advance our ability in recognising patterns, predicting future events, creating good rules, making better decisions, and finally communicating with other people. Such advances have been fast changing what it takes to develop successful businesses and as a whole, Vietnam financial system and economy. To obtain an idea of how connected among these market players is, we self-construct a proposed AI Ecosystem for Vietnam (*Figure 1*).

We basically consider five pillars which could potentially affect and shape AI in this country: world development in AI, Vietnam and global financial system and economy, corporations, and social and ethical issues. These key pillars will then support for

regulating AI and a new model of ethical AI in Vietnam in future. In terms of social and ethical issues that could be raised during regulating AI process, we refer to one of the newest and interesting concepts which is the corporate digital responsibility (CDR). Regarding corporations which are the main players in AI industry, we focus on various aspects including finance, marketing, management and workforce. These are not every aspect that a corporation has but they cover key areas where AI can apply the most. [Details for this AI Ecosystem will be provided upon reasonable request]

**Figure 1: A Proposed Vietnam “AI Ecosystem”**



Source: authors

### 3. Regulating AI: Critical Thoughts and Concerns

We establish a great need for Vietnam in regulating AI in an extremely cautious manner. However, this needs to go along with several concerns and aspects.

First and foremost, regulating AI to Vietnam requires a huge collaboration across many stakeholders including government, policy-makers, as well as businesses in public

and private sectors, for example, to understand human-computer interactions in building trustworthy and fair decision-making algorithms. Taken previous findings and evidence all together (e.g., [Koroteev and Tekic, 2021](#); [Keding, 2021](#); [Dwivedi et al. 2020](#); [Dogru and Keskin, 2020](#); [Eliasy and Przychodzen, 2020](#); [Correia et al., 2020](#); [Davenport et al., 2020](#); [Androutsopoulou et al., 2019](#); [Hoffman and Novak, 2018](#); [Baek and Morimoto, 2012](#)), we recommend some principles for Vietnam in their development of AI regulations. For example, in term of *parity*, the similar level of protection should be provided across individuals, firms, industries and areas. For *Accountability*, AI regulation process should be in place in order to make sure that all stakeholders including employees, companies, and government are held to account for their actions and policies. For *Transparency*, large and powerful AI firms and other players involved must be open for the public to monitor and scrutiny. For *Openness*, AI regulations should remain open to innovation and competition. For *Privacy*, AI regulations should be established to protect the privacy of individuals, corporations, and any stakeholders participating in AI development process. A proper enforcement and resources should be essential to implement those principles as well as promote their importance to all parts of AI society in the country. More importantly, governments and central banks may have to play a key role in driving AI adoption in financial services (e.g., [World Bank, 2020](#)). Policy-makers and AI market regulators should determine the pace of innovation that they will allow AI/tech/fintech companies to pursue, potentially moving over time to open banking platforms in which such level of playing field on the access of data. It is important that AI regulations strike a careful balance between data availability and privacy.

Second, we suggest that Vietnam could start using Corporate Digital Responsibility (CDR) as an essential aspect during the AI development periods ([Lobschat et al., 2021](#)). the term Corporate Digital Responsibility (CDR) to refer to ‘the set of shared values and norms guiding an organisation’s operations with respect to the creation and operation of digital technology and data’. Aligned with our previous discussion, AI systems, even when developed with the best intentions, can result in unintended consequences, and therefore it is the responsibility of not only system designers but also involved organisations to ensure AI systems to be used in the ways they had anticipated with minimal risks to stakeholders and society at large. CDR requires corporations to take responsibilities and consider the consequences of their technologies and practices across different stages, including creation of technologies and data capture, operation and decision making, inspection and impact assessment, and refinement of technology and data ([Lobschat et al., 2021](#)). The concept of CDR is expected to stimulate discussions and

growing interests among academics and the public domain, thereby shaping corporate digital practices in the future, particularly for Vietnam.

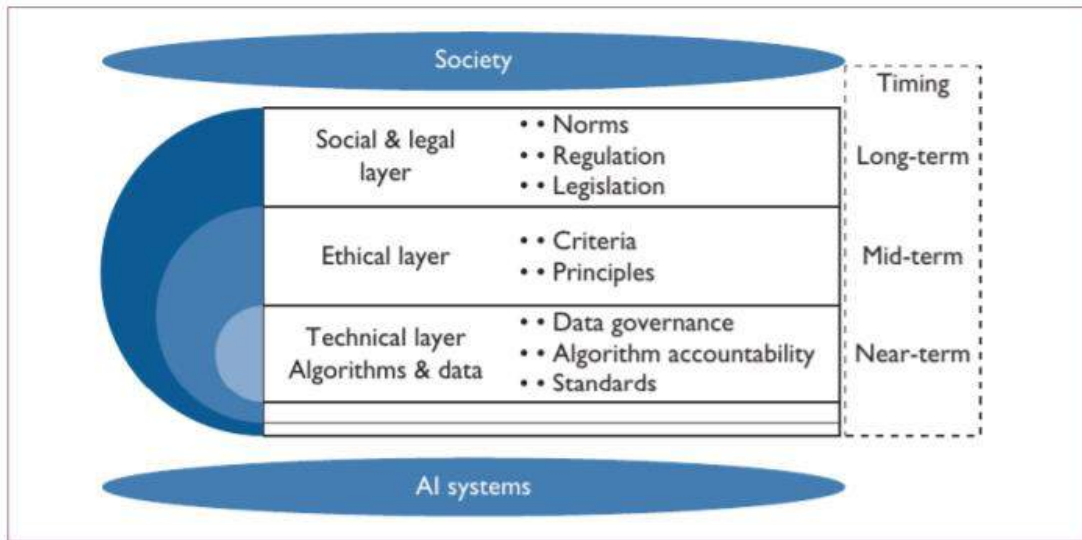
Third and importantly, we have raised an attentive to Vietnamese sectors/government that they should not keep rushing and break things because this is dangerous and makes the development across country and industries unevenly and hence, may lead to several future consequences, supported by AI experts and the existing literature showing that the risks involved might be enormous and harmful to the financial system, economy, and society. Fourth, in the current context and condition of Vietnam, it is necessary to establish responsible and ethical AI model since there are some risks involved of being unethical with AI across the globe (Piano, 2020).

Fifth, we suggest that Vietnam can consider applying the layered model for AI governance. We argue that to ensure transparency, accountability and explainability for the Vietnam AI ecosystem, all of stakeholders including Vietnamese government, civil society, the private sector as well as academia need to be at the table to discuss the governance mechanism thoroughly and critically. This governance can help to reduce or minimise the risks and possible downsides of AI and autonomous systems whilst still can harness its full potentiality. However, the process of designing an applicable governance ecosystem for AI in Vietnam, autonomous systems and algorithms should be complicated. A recent roadmap on AI policy by some leading experts in AI field has identified several clusters of core issues and questions in which the applications of AI can lead to new challenges and also amplify pre-existing policy concerns and pressure points. These clusters include Justice and equality (i.e., to what extent the Vietnam AI systems can be well designed and effectively operated to reflect fully human values like fairness, accountability, and transparency, etc.), use of force (i.e., how much human control is required? Whose responsibilities?), safety and certification (i.e., how to define and validate safety thresholds), privacy (i.e., what are the privacy implications?), displacement of labour and taxation (i.e., effects of AI on public finance, for example, when robots do not have to pay taxes). From this background, Vietnam can follow the layered model for AI governance established by Gasser and Almeida (2017). In summary, the interacting layers which sits between society and AI application, should be social and legal; ethical; and technical foundations in which the ethical and social layers will be supported. **Figure 2** demonstrates a representation of the layered governance model for AI in Vietnam. Among these layers, the technical layer will be the foundation of the AI governance ecosystem. On top of this, there is high-level ethical concerns in applying to all types of AI applications and systems. The social and legal layer could then solve the process of creating organisations as well as allocate responsibilities for regulating AI and



autonomous systems (Gasser and Almeida, 2017). As Gasser and Almeida stated, “implementing governance structures for AI and algorithmic decision-making systems can occur at multiple layers and involve blended approaches” (pg.6).

**Figure 2: The layered model for AI governance**



*Source: Gasser and Almeida (2017)*

Sixth, we argue that Vietnam should also increase their awareness of 'VUCA' AI environment (Volatility; Uncertainty; Complexity; Ambiguity). This is simply because we are all living in a VUCA world as our existence should be characterised by volatility, uncertainty, complexity and ambiguity, the four VUCA components (Puri, 2017). In today’s interconnected world, the landscape of Vietnamese businesses has been shaped by a number of shifting forces. As such, technological advancements typically AI will challenge several modern leaders as they need to come up with innovative solutions to new issues. Certainly, things have been changing rapidly than ever before, hence, it is not easy to anticipate corporate outcomes and make right decisions. The discomfort for Vietnamese businesses, therefore, can be suffered. Also, the demands for most of corporations and their leaders should be much more complicated and this situation has been increasing recently. Yet complacency seems to be not an option anymore. In sum, it is a must to understand and increase awareness of how a disruptive environment could impact on corporations and prepare to act accordingly. This can help to keep businesses viable.

#### 4. Conclusion

In conclusion, in this study, we have created an AI ecosystem for Vietnam based on previous evidence and literature. We believe that this ecosystem is important for the development of Vietnam in years to come, yet we also emphasise that it should be further improved, and adjusted to satisfy the continuous development and change of this country. There will be several things needed to do and hence, it is important to establish a huge collaboration across many stakeholders including government, policy-makers, as well as businesses in public and private sectors. In addition, there is a need to balance Innovation-regulation equilibrium, to identify some regulatory sandboxes and AI catastrophic risks for Vietnam. All of the above critical recommendations imply that future of AI in this country needs to be in line with global development in AI such as Trust, and socio-technical risks/regulation.

#### References

- Aghion, P., Jones, B. F., & Jones, C. I. (2017). Artificial intelligence and economic growth. *National Bureau of Economic Research*.
- Agrawal, A., Gans, J., Goldfarb, A. (2019). Economic policy for artificial intelligence. *Innovation Policy and the Economy*, 19(1), 139–159.
- Androutsopoulou, A., Karacapilidis, N., Loukis, E., & Charalabidis, Y., (2019). Transforming the communication between citizens and government through AI-guided chatbots. *Government Information Quarterly*, 36(2), 358-367.
- Baek, T.H. & Morimoto, M., 2012. Stay away from me. *Journal of advertising*, 41(1), 59-76.
- Correia, A., Jameel, S., Schneider, D., Paredes, H. & Fonseca, B., 2020, December. A Workflow-Based Methodological Framework for Hybrid Human-AI Enabled Scientometrics. In *2020 IEEE International Conference on Big Data (Big Data)* (2876-2883). IEEE.
- Davenport, T., Guha, A., Grewal, D., & Bressgott, T., 2020. How artificial intelligence will change the future of marketing. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 48(1), 24-42.
- Dogru, A.K., & Keskin, B.B (2020). AI in operations management: applications, challenges and opportunities. *Journal of Data, Information and Management*, 2, 67–74.
- Dwivedi, Y. K., Hughes, L., Ismagilova, E., Aarts, G., Coombs, C., Crick, T., ... & Williams, M. D. (2019). Artificial Intelligence (AI): Multidisciplinary perspectives on emerging challenges, opportunities, and agenda for research, practice and policy. *International Journal of Information Management*, 101994.
- Dwivedi, Y.K., Ismagilova, E., Hughes, D.L., Carlson, J., Filieri, R., Jacobson, J., Jain, V., Karjaluoto, H., Kefi, H., Krishen, A.S., & Kumar, V., 2020. Setting the future of digital and social media marketing research: Perspectives and research propositions. *International Journal of Information Management*, p.102168.

- Eliasy, A., & Przychodzen, J. (2020). The role of AI in capital structure to enhance corporate funding strategies. *Array*, 6, 100017.
- Feijóo, C., & Kwon, Y. (2020). AI impacts on economy and society: Latest developments, open issues and new policy measures. *Telecommunications Policy*, 44(6).
- Frey, C. B., & Osborne, M. A. (2017). The future of employment: How susceptible are jobs to computerisation?, *Technological forecasting and social change*, 114, 254–280.
- Gasser, U., & Almeida, V. A. (2017). A layered model for AI governance. *IEEE Internet Computing*, 21(6), 58-62.
- Goolsbee, A. (2018). Public policy in an AI economy (No. w24653). National Bureau of Economic Research.
- Hoffman, D.L. & Novak, T.P., 2018. Consumer and object experience in the internet of things: An assemblage theory approach. *Journal of Consumer Research*, 44(6), 1178-1204.
- International Data Corporation (2021). Retrieved from <https://www.idc.com/getdoc.jsp?containerId=prUS46967420>
- Keding, C. (2021). Understanding the interplay of artificial intelligence and strategic management: four decades of research in review. *Management Review Quarterly*, 71, 91–134.
- Koroteev, D., & Tekic, Z. (2021). Artificial intelligence in oil and gas upstream: Trends, challenges, and scenarios for the future. *Energy and AI*, 3, 100041.
- Lobschat, L., Mueller, B., Eggers, F., Brandimarte, L., Diefenbach, S., Kroschke, M., & Wirtz, J. (2021). Corporate digital responsibility. *Journal of Business Research*, 122, 875-888.
- Makridakis, S. (2017). The forthcoming Artificial Intelligence (AI) revolution: Its impact on society and firms. *Futures*, 90, 46–60.
- Piano, S. L. (2020). Ethical principles in machine learning and artificial intelligence: cases from the field and possible ways forward. *Humanities and Social Sciences Communications*, 7(1), 1-7.
- Puri, D. (2017). AI and the Future: Volatility Uncertainty Complexity Ambiguity. <https://firesidewiththedeans.wordpress.com/2017/12/11/what-is-the-future/>
- Tang, S. M., & Tien, H. N. (2020). Impact of Artificial Intelligence on Vietnam Commercial Bank Operations. *International Journal of Social Science and Economics Invention*, 6(07), 296-303.
- Vietnam Investment Review (2018). The dream of a powerful Vietnam through AI. Retrieved from <https://www.vir.com.vn/the-dream-of-a-powerful-vietnam-through-ai-69964.html>
- World Bank (2020). World Bank East Asia and Pacific Economic Update, Spring 2020: Preparedness and Vulnerabilities/Global Reverberations of COVID-19.
- Zhang, D. et al. (2021). Artificial Intelligence Index Report 2021. Stanford University

68.

## RESTRUCTURE BUSINESS MODEL: THE IMPACT OF COVID-19

Le Nguyen\*

Vu Quang Lam\*

### **Abstract**

*The article would use analytical dataset from Nielsen Company (2020) and ADM Company (2020) to analyze and predict the negative impacts of Corona virus disease (Covid-19) on the world economy. Moreover, how the virus changed the consumer behavior in Southeast Asia countries, especially in Vietnam. The change in consumer behavior was mainly focused on health, balance products and shopping value, which would also push multinational corporations to change their business model to adapt new scenarios of world economy and new consumer behavior. Besides that, in this article, the authors would like to suggest recommendations to apply alternative business model of multinational corporations to satisfy the new consumer behavior in Vietnam.*

**Keywords:** *Consumer behavior, multinational corporation, Southeast Asia countries, business model.*

### **1. Introduction**

Covid-19 was a shock, which posed unexpected challenges to not only developed countries but also developing countries around the world. According to the report of United Nation Conference on Trade and Development (2020), a feasible solution, should be usually taken by infected countries, was an extensive and prolonged lockout to limit the spread and mortality of the disease Covid - 19 (blockade, social isolation, etc.). As all the people in the world already recognized that Covid-19 was also the new Great Global Financial Crisis, which arises from extensive and prolonged lockout of all infected countries in the world. Along with the cautious of people, the Great Lockdown also caused negative impacts on the supply and demand of the economy, the normal operation and growth of the corporation, the cut down in household spending and the change in

---

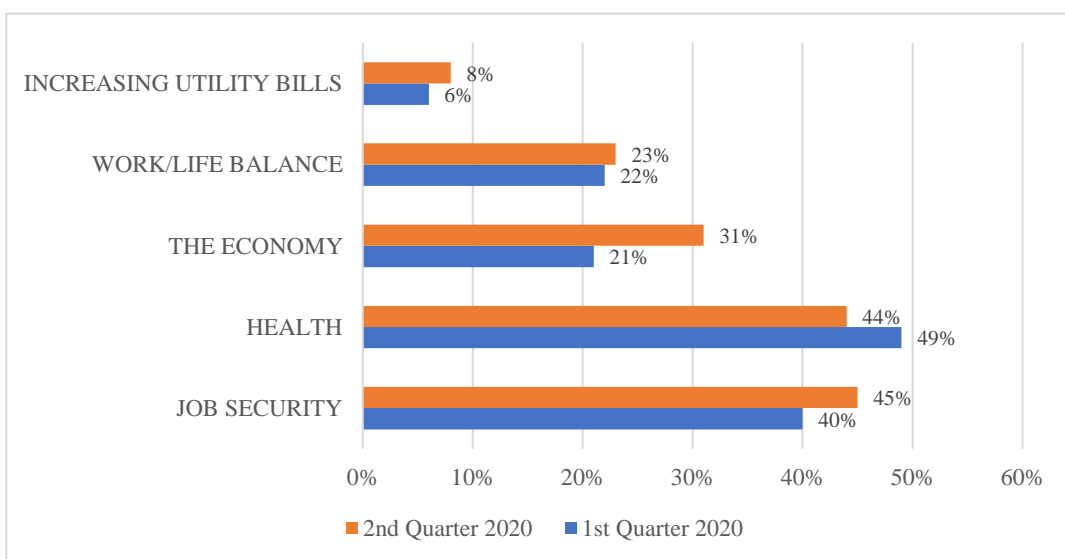
\* Ngân hàng TMCP Sài Gòn Công thương | Email: [nguyenle@saigonbank.com.vn](mailto:nguyenle@saigonbank.com.vn)

consumer behavior. Even though governments from many countries already provided economic bailout packages, the pandemic continued to cause negative impacts on the people lives and corporations all over the world.

When the world enabled to control Covid-19 and stopped its spreading to save human lives, the Great Global Financial Crisis had continued to affect the world’s economy. Based on the continuing of the Great Global Financial Crisis after Covid-19, many researchers also predicted many scenarios of the economy; however, in the authors’ opinion, there would be three main scenarios of the economy in post Covid-19 era: recover, revive or regenerate (Sharma et al., 2020; Que Minh & Hoang Anh, 2020).

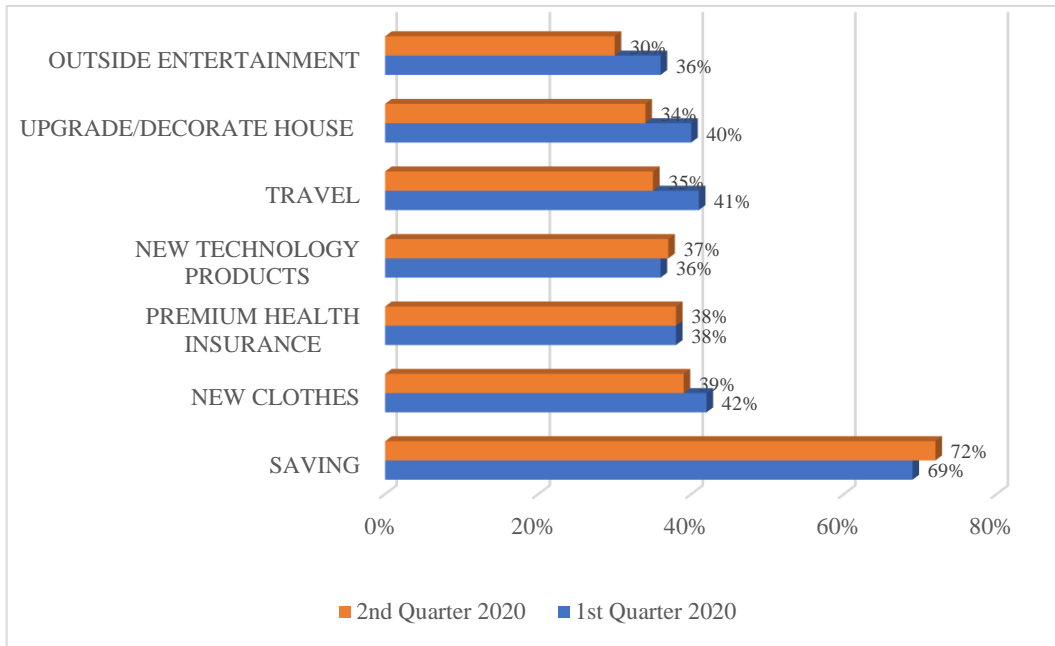
According to the researches of Nielsen Company (2020) and ADM Company (2020), during Covid-19 and post Covid-19 era, even though there were either recover, revive, or regenerate scenarios, the consequence would be change in consumer behavior of customers in both short term and long term. The customers would rather seek for health and balance products; they also paid more attention for different and cheaper products with the same shopping values of the products, which they used to purchase before (Kohli et al., 2020). In addition, the customers also wanted to minimize the physical contact so they would like to use online websites, Artificial Intelligence, and virtual reality to examine the products rather than coming to ordinary stores as before (Que Minh, & Hoang Anh, 2020). These changes would force the marketer of multinational corporation to rethink the new way to approach customers or innovate new products to meet new consumer behavior.

**Figure 1: The concern of Vietnamese consumers during 1<sup>st</sup> and 2<sup>nd</sup> quarter of 2020**



Source: Conference Board in cooperation with Nielsen Company

**Figure 2: The purpose which Vietnamese consumers spent leisure money during 1st and 2nd quarter of 2020.**



*Source: Conference Board in cooperation with Nielsen Company*

There were many articles, which aimed to analyze the change in consumer behavior during Covid-19 and post Covid-19 era, which only a few mentioned about the business model and how they adapt new scenarios of the economy and the change in consumer behavior. Therefore, the authors realize that new research on the restructure in business model of multinational corporation is necessary and urgent in the situation, which Covid-19 pandemic still occur on the world.

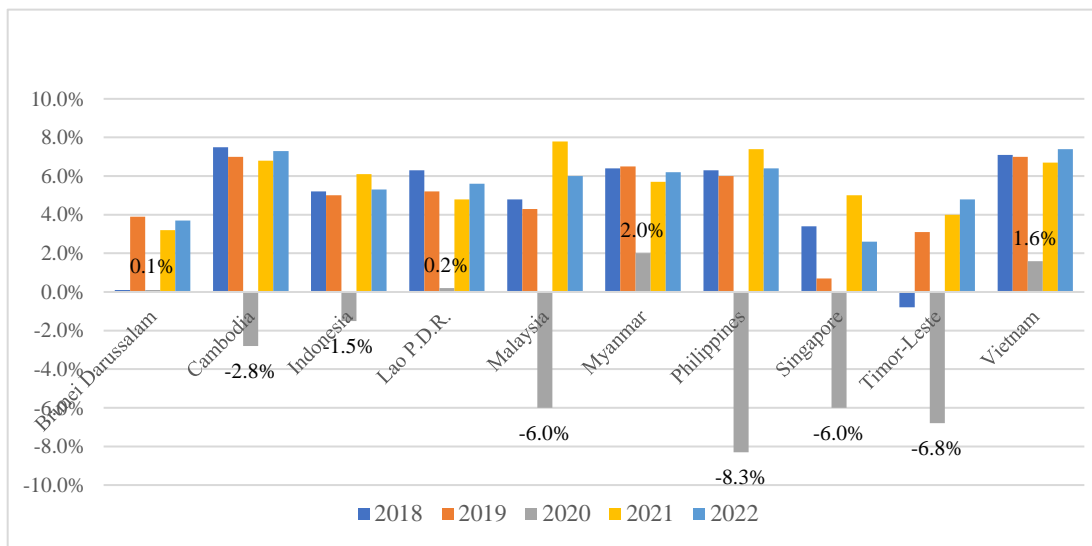
The main purpose of this article is to analyze the negative impacts of Covid-19 on the world economy. The virus has been continued to change the consumer behavior and will force multinational corporation to restructure and apply some alternative aspects of business model to satisfy the new consumer behavior in Vietnam such as product innovation in manufacturing system, renovating supply chain networks and the application of Artificial Intelligence in human resources management. This article mainly used analytical dataset from Nielsen Company (2020) and ADM Company (2020) to aggregate and analyze the negative impacts of Covid – 19 and new consumer behavior in Vietnam’s market; then the authors will evaluate how the multinational corporation restructure their business model to adapt these changes. Because of the lack of research data, the authors will use the qualitative research method – using secondary, exclusive data sources and survey research from Nielsen Company, ADM Company, and other

organizations to support the above analysis and evaluation, then the authors will propose some solutions for multinational corporation.

## 2. Impact of Covid-19 on the world economy and business model of companies

Researched by United Nation Conference on Trade and Development (2020), Covid-19 was a Great Lock Down, which would cause economic depression, increase countries' debts, decrease the capable of repayment countries' debts and decrease GDP. The report of International Monetary Fund (2020) also showed that the GDP of many countries were negative, especially in Southeast Asia, seven over ten countries had negative GDP; these countries were Cambodia, Indonesia, Malaysia, Myanmar, Philippines, Singapore, and Timor-Leste. Even though Vietnam was different and had positive GDP, which was around 1,6%/year, this GDP was the lowest from the last 5 years. All these factors would cause the gloomy world economy in 2020 and it might last longer in 2021.

**Figure 3: Real GDP growth of Southeast Asia countries from 2018 -2020 and prediction for 2021 - 2022**

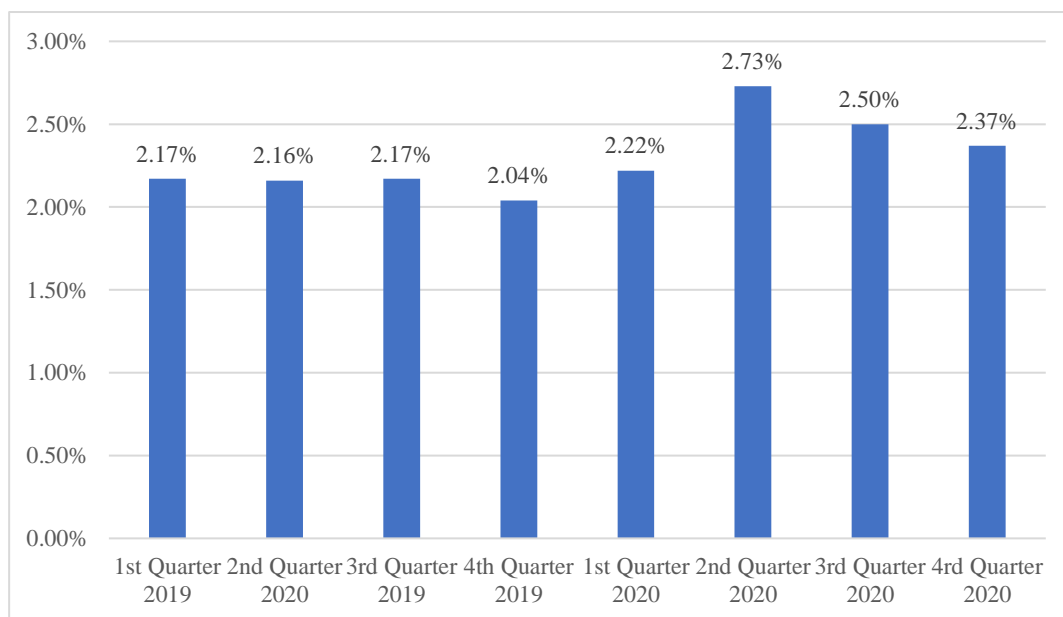


Source: International Monetary Fund

Due to the gloomy economy and the Lock Down from many countries around the world, there would be a disruption in the world supply chain, which might shut down the supply and demand of multinational corporation temporarily (Donthu & Gustafsson, 2020; Guan et al., 2020). This disruption would also lead to the temporary shutdown of the manufacturing and delivery system of the Corporation. Consequently, many employees would lose their jobs due to the temporary shutdown of multinational corporation and there might be the peak jobless rate in 2020 (Şahin et al., 2020; Coibion

et al., 2020). The rate of jobless might be also higher in the future when multinational corporation were unable to remain their business size, which might be downsize by firing some of current employees to adapt the low revenue and prolonged lockdown from the government (Miyakawa et al., 2020). The disruption in supply chain and jobless rate were two main factors, which were very important and might impact negatively on business model of multinational corporation.

**Figure 4: Unemployment rate from 1st quarter 2019 to 4th quarter 2020 of Vietnam**



*Source: General Statistics Office of Vietnam, 2020*

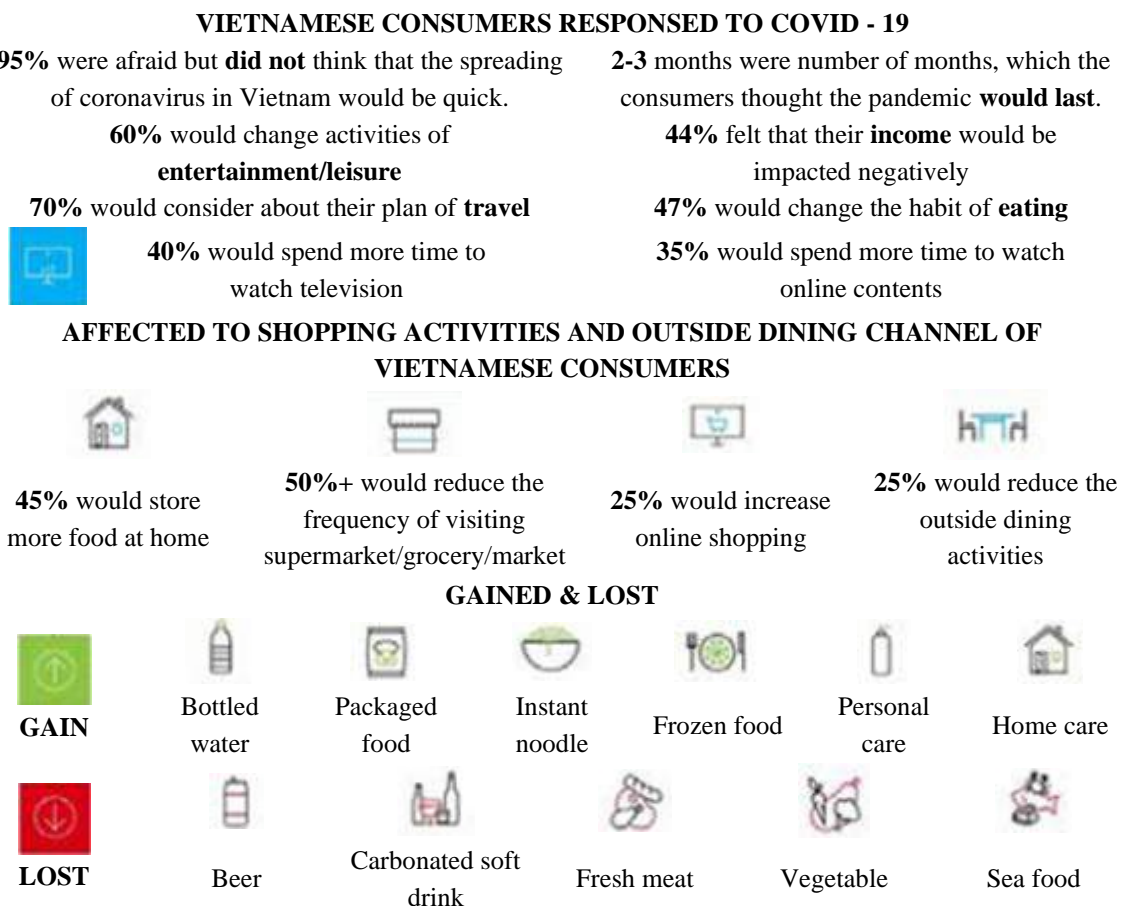
In addition, according to other previous studies, there were some scenarios that might happen in the next few years: recover by U, V, L, etc. shaped (Sharma, Bouchaud, Gualdi, Tarzia & Zamponi, 2020), revive or regenerate (Que Minh & Hoang Anh, 2020). However, based on whichever scenarios, according to Veselovská (2020), Donthu & Gustafsson (2020), multinational corporation, which were impacted heavily by Covid – 19 on supply chain and human resources, also needed to restructure or differentiate their supply chain network and human resource management. These factors were part of business model, to adapt the change in world economy during and after Covid – 19. Therefore, the restructuring in business model were a necessary and urgent mission for multinational corporation if they wanted to recover and succeed quicker than another domestic corporation (Craven et al., 2020; Seetharaman, 2020).



### 3. Customer trend during Covid-19 and after Covid-19 era

Researched by ADM Company (2020) and McKinsey & Company (2020), during Covid-19 and after Covid – 19, the customers would change their behavior in purchasing: the new behavior would lead to health and balance products. In addition, due to the reduction of the income, customers also switched to other products with the same values. They also cut down other expenses such as luxury products (clothes, bags, etc.), entertainment, travelling, etc. (Donthu & Gustafsson, 2020; Achille & Zipser, 2020; Kohli et al., 2020; Navee Corporation and Vietnam-Commerce Association, 2020).

**Figure 5: The survey in consumer behavior in 2020**





*Source: Vietnam E-Commerce Association, 2020*

According to Iprice Group and Nielsen Company, customers would also like to use online method to purchase products rather than went to the ordinary market or supermarket to minimize the physical contacts with other people in the society, which might be potentially danger of the spreading of coronavirus. With the application of the vaccine during 2021-2022, many companies expected that the consumer behavior would

be back as the same as before. However, because of the long pandemic, many customers decided to change their consumer behavior forever in work, shopping, learning and communication, etc.

**Figure 6: The survey in consumer behavior in 2020**

	RECOVERED	REVIVED	REGENERATED
 Abstinence in spending	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Chose FMCG products optionally</b>, luxury and gorgeous products, but with smaller amount over time</li> <li>• Sought out prepared foods, took-away or delivered meals, which replaced outside dining meals</li> <li>• Increased awareness of spending over time – in some cases</li> </ul>		
 Difficulties in spending	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Defaulted to eat and live at home</b> – spent little money</li> <li>• Increased seeking for <b>valuable replacements</b> – according to channels or commodities</li> <li>• Depended on the supporting over time such as price limits and preferment to serve daily living needs</li> </ul>		
	EARLY	DELAYED	PROLONGED

*Source: Nielsen Company, 2020*

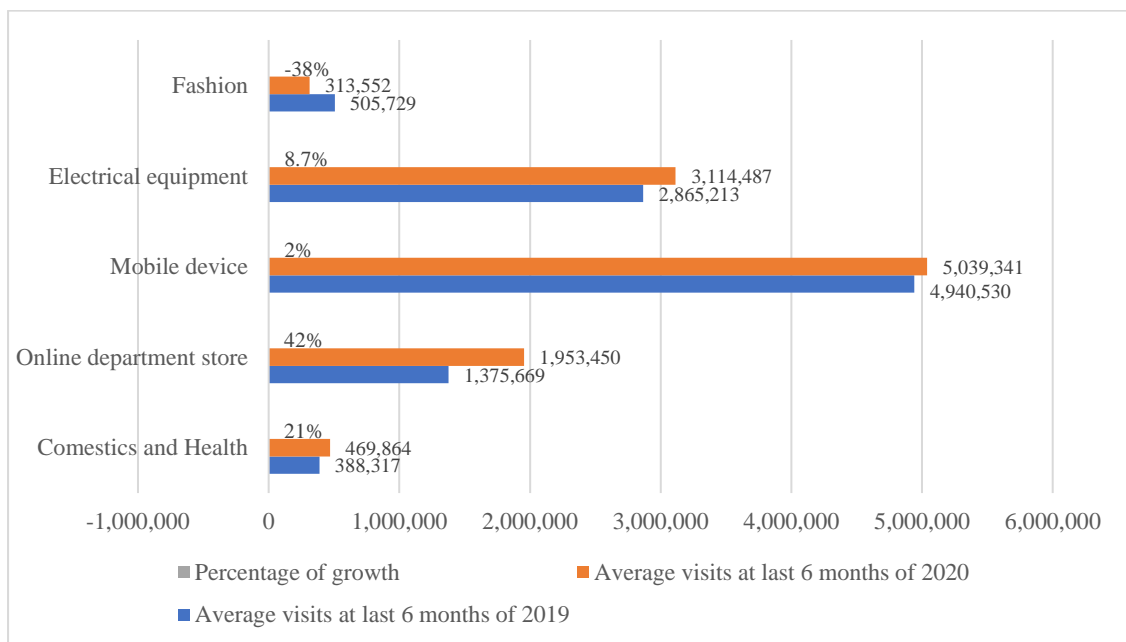
#### 4. New business model would adapt new consumer behavior

There were many articles, which researched about business model of multinational corporation. However, in the authors' opinion, the definition of business model from the research of Osterwalder et al (2005) fully included most elements, which build up business model of corporation such as: value proposition, target customer, distribution channel, relationship, value configuration, capability, etc., and these elements were main keys for successful business (Lindgardt et al., 2009). In addition, this article will only focus to analyze three main elements, which are capability (human resources management), value proposition and distribution channel. Based on the change in consumer behavior and the income, many multinational corporation around the world were facing the new challenges: the lack of human resources, the disruption in supply and demand, and urge for products innovation to adapt new consumer behavior during Covid – 19 and after Covid – 19. These challenges would force multinational corporation to reevaluate their business model such as changing in distribution channel, renovating new products, and applying new technologies to adapt new situation of the market.

Firstly, because of the Great and Long Lock Down from the government, many multinational corporation already cut down their current human resources in short term: unemployment rate in 2020 was higher than 2019 (General Statistics Office of Vietnam, 2020). However, when the corporation was back to business after the Lock Down, they

realized that they needed to keep cutting down on jobs to adapt the new situation: less sales and lower revenue. Therefore, many corporations sought for new solutions: the application of Artificial Intelligence in production and customer service such as virtual reality, which could replace the physical contacts between human. It would satisfy the new demand of consumer during the pandemic and might replace the role of human being in customer service for both short term and long term (Craven et al., 2020; Hite & McDonald, 2020; Chen et al., 2020; Jiang & Wen, 2020). By applying new technologies such as: Artificial Intelligence and virtual reality, the capability element of business model was also changed by the corporation to adapt the new situation: lack of human resources or lower income during Covid – 19 and after Covid – 19.

**Figure 7: The average of accessing to online website in Vietnam in 2<sup>nd</sup> quarter of 2020**



*Source: Iprice Group, 2020*

Secondly, because of the application of Artificial Intelligence in production and customer service, the corporation might maintain the continuously distribution channel during or after the Lock Down and they could still deliver goods from the factory to customers with the new online stores system (Sheth, 2020). This might reduce the cost and the risk of losing profit due to the Lock Down and adapt new consumer behavior: minimize physical contacts in public. In addition, many multinational corporation also accepted the crypto currency and many banks in Vietnam already step by step switched to digitized banks (Tien Phong Commercial Joint Stock Bank and Orient Commercial Joint Stock Bank of Vietnam for example), which would help the consumer to purchase

online products and use online service. This was new solution for the corporation to push up the sale during Covid - 19 and after Covid – 19 (Seetharaman, 2020). More than that, the corporation also needed to focus on reskill their workforce by developing employees' digital expertise and their cognitive, emotional, and adaptability skills (Agrawal et al., 2020). Therefore, when the consumers were unable to come to store and purchase, the multinational corporation needed to come and bring the products and service to customers' home (Sheth, 2020).

Finally yet importantly, the core value of the corporation was still the product. According to the researches of Nielsen Company (2020) and ADM Company (2020), when customers were afraid of the pandemic, they switched their concern into products, which might increase their immune system or entertained them during the Lock Down at home, etc. Based on the consumers' needs, multinational corporation should change their ordinary products and innovate new type of products. If customers accepted their new products, they would gain more market share from competitors (Friar, 1995) and stop the declining in purchasing power due to Covid – 19 (Christa & Kristinae, 2021).

In fact, if multinational corporation could adapt new situation quickly by changing in capability (human resources management), renovating new products, and applying new technologies, they would recover faster than domestic competitors because the corporation might use their internal or external networks to efficiently transfer resources such as: knowledge, technologies, machines, and human resources (Sageder & Feldbauer-Durstmüller, 2018). With these efficiently network, multinational corporation would have more advantages than domestic corporation: they would use their transferred resources to adapt new consumer trend, innovate and produce new products to meet customers' need. Therefore, multinational corporation would recover and grow quicker than domestic corporation even though there was gloomy economy during the pandemic.

## **5. Conclusion and implication to suggest new business model**

Covid – 19 had been and still heavily devastated the economies of many countries around the world; it took lives away from many people and forced them to change their consumer behavior by staying home and focusing on health products, etc. More than that, it also caused negative impacts to multinational corporation by disrupting their supply – demand and pushed to corporation to close their business in some countries, which would impact badly to the human resource management. To adapt new consumer behavior and new situation of the market, multinational corporation were forced to restructure their business models by applying many digitized solutions such as: Artificial Intelligence in both manufacturing and customer service to minimize the physical contact between human, etc. In addition, the

corporation also focused more on products' innovation, which might meet customers' need. Therefore, based on the authors' opinion, the solutions in restructuring business model shall be applying new technologies such as Artificial Intelligence, crypto currency and renovating new products. These solutions are necessary and shall be applied quickly during Covid – 19 pandemic to adapt new business conditions.

## References

- Achille, A., & Zipser, D. (2020). A perspective for the luxury-goods industry during—and after—coronavirus. McKinsey & Company. Retrieved from <https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/a-perspective-for-the-luxury-goods-industry-during-and-after-coronavirus#>.
- ADM Company. (2020). Forecast from ADM Highlights Seven Plant-Based Protein Trends to Watch in 2020. Chicago: ADM Company. Retrieved from <https://www.adm.com/news/news-releases/forecast-from-adm-highlights-seven-plant-based-protein-trends-to-watch-in-2020>.
- Agrawal, S., De Smet, A., Lacroix, S., & Reich, A. (2020). To emerge stronger from the COVID-19 crisis, companies should start reskilling their workforces now. McKinsey & Company. Retrieved from <https://www.mckinsey.com/business-functions/organization/our-insights/to-emerge-stronger-from-the-covid-19-crisis-companies-should-start-reskilling-their-workforces-now>.
- Chen, B., Marvin, S., & While, A. (2020). Containing COVID-19 in China: AI and the robotic restructuring of future cities. *Dialogues In Human Geography*, 10(2), 238-241. <https://doi.org/10.1177/2043820620934267>.
- Christa, U. and Kristinae, V., 2021. The effect of product innovation on business performance during COVID 19 pandemic. *Uncertain Supply Chain Management*, pp.151-158.
- Coibion, O., Gorodnichenko, Y., & Weber, M. (2020). Labor Markets During the COVID-19 Crisis: A Preliminary View. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3574736>.
- Craven, M., Liu, L., Mysore, M., & Wilson, M. (2020). COVID-19: Implications for business. McKinsey & Company. Retrieved from [http://www.amcham-egypt.org/bic/pdf/corona1/McKinsey\\_Co%20-%20COVID-19-Implications%20For%20Business.pdf](http://www.amcham-egypt.org/bic/pdf/corona1/McKinsey_Co%20-%20COVID-19-Implications%20For%20Business.pdf).
- Donthu, N., & Gustafsson, A. (2020). Effects of COVID-19 on business and research. *Journal Of Business Research*, 117, 284-289. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.06.008>.
- Friar, J., 1995. Competitive Advantage Through Product Performance Innovation in a Competitive Market. *Journal of Product Innovation Management*, 12(1), pp.33-42.
- General Statistics Office of Vietnam. (2020). Retrieved 22 March 2021, from <https://www.gso.gov.vn/>.
- Guan, D., Wang, D., Hallegatte, S., Davis, S., Huo, J., & Li, S. et al. (2020). Global supply-chain effects of COVID-19 control measures. *Nature Human Behaviour*, 4(6), 577-587. <https://doi.org/10.1038/s41562-020-0896-8>.

- Hite, L., & McDonald, K. (2020). Careers after COVID-19: challenges and changes. *Human Resource Development International*, 23(4), 427-437. <https://doi.org/10.1080/13678868.2020.1779576>.
- International Monetary Fund. (2020). Retrieved 22 March 2021, from [https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP\\_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO\\_WORLD](https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO_WORLD).
- Iprice Group. (2020). Retrieved 22 March 2021, from <https://iprice.vn/insights/mapofecommerce/>.
- Jiang, Y., & Wen, J. (2020). Effects of COVID-19 on hotel marketing and management: a perspective article. *International Journal Of Contemporary Hospitality Management*, 32(8), 2563-2573. <https://doi.org/10.1108/ijchm-03-2020-0237>.
- Kohli, S., Timelin, B., Fabius, V., & Moulvad Veranen, S. (2020). How COVID-19 is changing consumer behavior –now and forever. McKinsey & Company. Retrieved from <https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/industries/retail/our%20insights/how%20cov id%2019%20is%20changing%20consumer%20behavior%20now%20and%20forever/how-covid-19-is-changing-consumer-behaviornow-and-forever.pdf>.
- Lindgardt, Z., Reeves, M., Stalk, G., & S. Deimler, M. (2009). *Business Model Innovation: When the Game Gets Touch, Change the Game*. The Boston Consulting Group. Retrieved from [https://image-src.bcg.com/Images/BCG\\_Business\\_Model\\_Innovation\\_Dec\\_09\\_tcm81-121706.pdf](https://image-src.bcg.com/Images/BCG_Business_Model_Innovation_Dec_09_tcm81-121706.pdf)
- Miyakawa, D., Oikawa, K., & Ueda, K. (2021). Firm Exit during the COVID-19 Pandemic: Evidence from Japan. *Journal Of The Japanese And International Economies*, 59, 101118. <https://doi.org/10.1016/j.jjie.2020.101118>.
- Navee Corporation and Vietnam E-Commerce Association. (2020). *VIỆT NAM THƯƠNG MẠI ĐIỆN TỬ TĂNG TỐC SAU ĐẠI DỊCH COVID-19*. Ho Chi Minh City. Retrieved from <https://vecom.vn/viet-nam-thuong-mai-dien-tu-tang-toc-sau-dai-dich-covid-19-1>.
- Osterwalder, A., Pigneur, Y. and Tucci, C., 2005. Clarifying Business Models: Origins, Present, and Future of the Concept. *Communications of the Association for Information Systems*, 16.
- Que Minh, T., & Hoang Anh, N. (2020). Trạng thái bình thường mới: đáp án từ Nielsen trước câu hỏi “Điều gì sắp đến?”. Nielsen Global Connect. Retrieved from <https://www.nielsen.com/wp-content/uploads/sites/3/2020/06/VI-PR-Life-beyond-COVID-19-1.pdf?cid=socSprinklr-Nielsen+Vietnam>.
- Sageder, M., & Feldbauer-Durstmüller, B. (2018). Management control in multinational companies: a systematic literature review. *Review Of Managerial Science*, 13(5), 875-918. <https://doi.org/10.1007/s11846-018-0276-1>.
- Şahin, A., Tasci, M., & Yan, J. (2020). The Unemployment Cost of COVID-19: How High and How Long?. *Economic Commentary (Federal Reserve Bank Of Cleveland)*, 1-7. <https://doi.org/10.26509/frbc-ec-202009>.
- Seetharaman, P. (2020). Business models shifts: Impact of Covid-19. *International Journal Of Information Management*, 54, 102173. <https://doi.org/10.1016/j.ijinfomgt.2020.102173>.

- Sharma, D., Bouchaud, J., Gualdi, S., Tarzia, M., & Zamponi, F. (2020). V -, U -, L - or W-shaped recovery after COVID? Insights from an Agent Based Model. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3627505>.
- Sheth, J., 2020. Impact of Covid-19 on consumer behavior: Will the old habits return or die?. *Journal of Business Research*, 117, pp.280-283.
- The Conference Board và Nielsen Company. (2020). Vượt qua làn sóng Covid-19 đầu tiên, Việt Nam trở thành quốc gia lạc quan thứ hai thế giới. Ho Chi Minh City. Retrieved from <https://www.nielsen.com/wp-content/uploads/sites/3/2020/08/CCI-Q2-2020-VI.pdf?cid=socSprinklr-Nielsen+Vietnam>.
- United Nation Conference on Trade and Development. (2021). From the Great Lockdown to the Great Meltdown: Developing Country Debt in the Time of Covid-19. Geneva. Retrieved from <https://unctad.org/webflyer/great-lockdown-great-meltdown-developing-country-debt-time-covid-19>.
- Veselovská, L. (2020). Supply chain disruptions in the context of early stages of the global COVID-19 outbreak. *Problems And Perspectives In Management*, 18(2), 490-500. [https://doi.org/10.21511/ppm.18\(2\).2020.40](https://doi.org/10.21511/ppm.18(2).2020.40).

69.

## ARTIFICIAL INTELLIGENCE AND COLLUSIVE BEHAVIORS: HOW ALGORITHMS MAY AFFECT COLLUSION IN THE MARKET?

Mai Nguyen Dung\*

### **Abstract**

*With Artificial Intelligence (AI) development, some may argue that AI's effects increase competition since firms enter new areas outside their previous core business. However, some also warned that it could lead to super firms' creation that could negatively affect the whole economy. In that context, competition law, as an instrument to maintain market competition, has to alter and develop to govern the consequences that AI can cause. At the end of the day, how can it impact competition in the market? This paper would draw a broad picture of the interaction between AI and collusive behaviors by doing qualitative research, as well as analyzing and synthesizing theories method. The result is, while AI helps tacit collusion in strengthening some factors that promote collusions, such as market transparency and interaction, it is still ambiguous to understand the impact of AI on the number of firms and barriers to entry. Besides, it is noted that AI may cause some adverse effects in reaching a collusive agreement, especially by its innovation and cost asymmetry consequences. We may think about some competition law approaches to these factors from these analyses, such as some ex-ante competition tools and rethinking about some related concepts.*

**Keywords:** *Artificial intelligence, collusion, tacit collusion, competition law.*

### **1. Introduction**

#### **1.1. Background**

AI plays an essential role in our lives, not only in the digital perspective but also in economic, education, transportation, or even medication. In the industrial sector, AI can affect the market in many ways. Brynjolfsson, Rock, and Syverson argued that AI is a general-purpose technology, that is, a technology that can affect an entire economy and

---

\* University of Economics Ho Chi Minh city | Email: dungnm@ueh.edu.vn



open up new opportunities (Agrawal et al., 2019, p. 4). With the use of AI, in the long run, society will be wealthier. One could argue that AI's effects are increasing competition since firms entering new areas outside their previous core business (Stevenson, 2019, p. 195). However, some also warned that it could lead to super firms' creation that could have detrimental effects on the broader economy (Szczepański, 2019, p. 2). In that context, competition law, as an instrument to maintain market competition, has to alter and develop to govern the consequences that AI can cause. At the end of the day, how can it impact competition in the market?

We can imagine the effects of AI and antitrust in both negative and positive ways. On the one hand, AI could make independent decisions on its behalf by automatically investigating any market when it finds that the market has some competitive concerns. However, on the other hand, AI itself also raises some anticompetitive concerns, leading to collusion or abusing market's dominant position.

Among all anticompetitive behaviors, collusive agreements are something that most jurisdictions are trying to fight against. It occurs when rival firms agree to work together; for example, fix selling prices for one product in a relevant market. It is referred to as one of the most harmful anticompetitive practices known to competition law and is a prime target of competition authorities (Whish & Bailey, 2018, p. 520). There are many negative impacts of collusion: high prices for consumers, high entry barriers, low incentives for innovation, and increased productivity.

This paper will link AI and collusion, and as a result, a new term as 'collusive algorithm' would be formed. In the first part, this paper will introduce some fundamental concepts of AI and its underlying technologies: algorithms, machine learning (ML), and deep learning (DL). The second part will discuss the idea of collusion in general, tacit collusion in particular, and the economic part of them: why collusion exists and which factors determine collusion stability. The third part will deal with the impact of algorithms and AI on the likelihood of collusion from both the supply side and demand side. The last part will give some concluding remarks on this paper's topic.

## **1.2. Purposes**

Through this paper, the author's primary purpose is to understand better novel algorithmic collusive agreements that use AI. It consists of his research field and interest in competition law and computational law. In reaching the goal, this paper is intended to provide an overview of AI and its underlying technology, thereby learning how it can affect the competition law in general and collusion in particular from a view of law and economics. In doing this research, the paper would base on some articles about collusion

by Edward Chamberlin, Nicolas Petit, Ariel Ezrachi, Maurice E. Stucke, or some institutions such as OCED, OECD Committee, and Autorité de la concurrence & Bundeskartellamt (the competition authorities in France and Germany).

### 1.3. Methodologies

This paper focuses on these main methods:

- Qualitative method: the qualitative method is the primary method in this article.
- Analyzing and synthesizing theory method: from all academic sources such as books, reports, legal journals, and other legal and economic materials. This paper would use this method to explain some technological and legal concepts (for instance, deep learning, machine learning, collusion, and so on).
- Normative approach: this method (primarily general normative research) will be used in Part 3: The economics of collusion and tacit collusion and Part 4: The economic impacts of AI on collusion.
- Case study: some cases would be mentioned, i.e., the case of Asus (Case AT.40465), Trod and GBE, EGEL and Dyball, or some pieces of evidence in Germany, the Netherlands.

## 2. The general concept of AI

All of the fundamentals of AI, ML, and DL are based on algorithms; hence, it is essential to understand this term's concept. 'Algorithm' is not a new word, as it has a long history and can be traced back to the 9th century by a Persian Muslim mathematician. Besides, it seems to be that the term 'algorithm' does not have a clear consensus on its definition. In the broadest sense of interpretation and the past, the word 'algorithms' referred to all definite procedures for solving problems or performing tasks (McFadden, 2017). However, since this paper only focuses on algorithms, which are the basis for AI, it just targets computer science. Accordingly, it is related to “*any well-defined computational procedure that takes some value, or set of values, as input and produces some value, or set of values, as output*”, for instance, “*a sequence of computational steps that transform the input into the output*” (Cormen et al., 2009, p. 45). There are many ways to classify the types of algorithms. Some may divide them into supervised learning, unsupervised learning, semi-supervised learning, reinforcement learning, transduction, and learning to learn.

In the technological aspect, AI systems can be referred to as “*self-training structures of ML predictors that automate and accelerate human tasks*” (Taddy, 2019, p. 62). In other words, it is the field that studies the synthesis and analysis of computational agents that act intelligently. According to this definition, two terms need to be interpreted carefully, which are 'intelligently' and 'computational'. 'Intelligently' can be seen as (i)

an appropriate behavior or conduct in specific circumstances to fulfill its goals; (ii) flexible in changing environments and changing goals; (iii) learns from experience; and (iv) makes appropriate choices given its perceptual and computational limitations. On the other side, a ‘computational’ agent is an agent who makes decisions that can be explained in terms of computation. That is, the decision can be broken down into primitive operations that can be implemented in a physical device. In AI, it is carried out in ‘hardware’ (Mackworth & Poole, 2010, p. 3).

Many people are confused with ML and AI, and some also think they are the same technology; in fact, they are pretty different. ML can do incredible things, but it is basically limited to predict a future that looks mostly like the past. In contrast, an AI system can solve complex problems that humans have previously resolved. In order to do this, it breaks these problems into a bunch of simple prediction tasks, each of which can be attacked by a ‘dumb’ algorithm. AI uses instances of ML as components of the more extensive system. These ML instances need to be organized within a structure defined by domain knowledge, and they need to be fed data that helps them complete their allocated prediction tasks. So, in essence, an AI system is ML-driven (Taddy, 2019, p. 63). ML is implanted in every aspect of AI, and ML algorithms are the building blocks of AI within a broader context. As can be seen, ML is simply a way of achieving AI (McClelland, 2017).

On the other hand, DL is a subset of ML, which teaches computers to do what comes naturally to humans: learn by example. DL increases the original ML algorithms’ accuracy, using multiple layers in a neural network to analyze data in many different abstractions. It was trained by using a massive labeled data pool without the need for manual feature extraction. It has become popular in recent decades thanks to the rapid increase in the amount of digital data that humans have created, in addition to the increased processing power of computers while the cost has dropped. DL has driven progress in various fields such as object perception and machine translation, which used to be very challenged by AI researchers (Brownlee, 2019).

As analyzed above, these technologies are become more ‘intelligent’, thanks to the development of powerful processors, Big Data, Big Analysis, and digitalization. This knowledge is necessary to understand the upcoming analysis of collusion and collusion using algorithms in this paper’s forthcoming parts. We can see that AI is a new general-purpose technology, that is, a technology that can affect an entire economy and open up new opportunities (Agrawal et al., 2019, p. 4). It is ‘the invention of a method of invention’, and plays a crucial role in the market. Therefore, to competition agencies, to conclude whether we should accept AI unconditionally or cautiously or in which way we should regulate AI, it is obvious to carefully analyze this technology in the light of

competitive concerns in the market and protecting the consumers against the dominant market players.

### **3. The economics of collusion and tacit collusion**

#### **3.1. The economics of collusion**

In economics, collusion can be referred to as “*a non-competitive, secret, and sometimes illegal agreement between rivals which attempts to disrupt the market’s equilibrium*” (Young, 2019). Usually, companies will operate independently and compete with each other to attract customers. However, under some circumstances, companies would collude to maximize profits and gain unfair conditions. Markets are defined as where, at a minimum, undertakings in an industry that produce goods or provide services that are reasonably good substitutes for one another. In the output markets, when pursuing the goal of maximizing profits, the behavior of all firms is the same: they must choose the output so that the marginal cost and the marginal revenue of the final output unit are equal. Two extremes can take place in a market: perfect competition and monopoly. In the perfect competition market, one or several businesses cannot affect the price of products or services since companies are constantly competing with each other. At the opposite extreme, there is only one company in the market, which is limited only by the demand curve in determining prices.

However, in practice, all actions lie in the middle. Most industries exist many firms, often of drastically varying sizes, with some or all having market power, which is the ability to raise prices higher than the price of competitors and still in buoyant demand. Such situations are known as an oligopoly or imperfect competition. In this case, the behaviors of a few firms would affect others, and these firms recognize that their actions will be taken into account by other firms. For example, when one seller reduces its prices, other sellers will act in the same way. As such, firms in an oligopoly recognize their interdependence in the market (Marshall & Marx, 2012, p. 4). Also, since the monopoly outcome is not a noncooperative equilibrium, if firms can cooperate and agree to limit their production or prices, the profits of all can be increased. That is the case of collusion.

The sustainability of collusion depends on many essential factors. Regarding the scope of this paper, information exchange and punishment will be discussed as they are relevant to the application of AI. First, the transfer of information is a vital feature of collusion, directly supporting the enforcement of any collusive agreements and structures (Church & Ware, 2000, p. 308). Detection cheaters would be more natural if firms can observe the price and output of their rivals. There is theoretical evidence support that information exchange would promote more significant collusion and is detrimental to

society. With communication, the probability that a price cut will trigger a punishment is significant (Awaya & Krishna, 2016, p. 307). Second, since collusion is a definite game, firms compete against each other continuously. Any firms in the collusion would recognize and act on their mutual independence and maximize joint profit. However, firms also have incentives to cheat because they would ideally earn the total profits in the market instead of sharing them with other players. As a result, the burden of enforcement falls on the firms, and it depends on the detection and punishment of deviators: “*The stronger, the swifter, or the more certain punishment, the more likely a collusive agreement is sustainable*” (Church & Ware, 2000, p. 328).

### **3.2. The economics of tacit collusion**

In the oligopolist environment (a phenomenon that exists somewhere between monopoly and perfect competition), all firms recognize their mutual interdependence and the advantages of coordination. Hence they will anticipate its price that would be in line with their competitors. In the end, an undertaking will use a course of behaviors in the knowledge that it is mutually beneficial if all players in the market act as an undertaking. These firms do not need to enter into any formal arrangement, i.e., a contract or an agreement. In terms of effects, it is likely as if there were collusion in the market, but there is no actual collusion in terms of forms. It is the case of ‘tacit collusion’, which is a market failure. It is contrary to the monopolists or atomistic firms; that is when firms choose their best response without acknowledging other players’ strategies. When saying about tacit collusion and oligopoly, we often discuss the oligopoly problem (that is, the tacit collusion occurs in an oligopoly). Chamberlin stated that one would realize that his move has a considerable effect upon his rivals in an oligopolist. The prices all move together, and it will be the monopoly price (Chamberlin, 1929, p. 89).

In light of the basic knowledge of microeconomics about game theory, tacit collusion can be understood as a classic prisoner’s dilemma: two players who cannot communicate with each other will choose for their self-interests and betray other players. However, in a repeated game in which oligopolists can indeed communicate to each other, and there is an increase in the discount factor, the long-term profits of collusion will exceed the short-term profits earned by betraying each other. Hence, in this kind of game, any oligopolist that decides to deviate faces the risk of retaliation in subsequent periods and may thus be driven out of such industry. It is a clear example of a grim trigger. In order to reach that equilibrium, four conditions should be satisfied: (i) oligopolists must share a common understanding of the price at which collusion should unveil; (ii) there must be a credible threat against deviators, (iii) there is a monitor mechanism to detect any cheaters, and (iv) the sustainability of tacitly collusive prices is conditioned on the

oligopolists' ability to discourage production by external firms (Petit, 2012, p. 7). It is noted that boundaries between tacit collusion and parallel behavior in oligopolistic markets are not so clear (Polemis & Oikonomou, 2018, p. 26). As the same with explicit collusion, tacit can cause adverse effects on consumer welfare since it can have a negative impact on allocative efficiency and productive efficiency.

#### **4. The economic impacts of AI on collusion**

Many elements affect the stability and sustainability of collusion. For instance, initiating an agreement will be more challenging if firms have different costs. If firms have high average costs, they would prefer their products to be sold at a high price, lower aggregate output, and vice versa. In this case, the two firms in a duopoly cannot divide output equally since the firm with lower costs has more incentives to cheat than the high-cost firm (Church & Ware, 2000, p. 319). We can imagine AI would impact and change the structure of the industrial organization in many relevant characteristics. That leads to some market that is more prone than others to have long-lasting collusion. This part is aimed to examine these factors.

First, the *relative number and size of participating companies* are among the most critical characteristics that impact collusion risk (Ivaldi et al., 2003, p. 12). Suppose a market has several participants in a collusive agreement more than the number of outside the agreement, and such participants have a significant market share. In that case, there will be an enormous potential for collusion to create market power. It will be more difficult in tacit collusion when firms mainly observe their rivals to adjust behaviors. A large number of firms could obviously lead to more complicated to identify a focal point for coordination, and each player in collusion may receive a smaller share of profit. Simultaneously, the incentives to cheat will increase. In this way, AI can reduce the coordination costs by "*facilitating the processing of information needed to implement coordination, thereby increasing the stability of collusion*" (Autorité de la concurrence & Bundeskartellamt, 2019, p. 18). However, the OECD Paper added that though the market concentration plays an important role, it is not a must condition for algorithmic collusion to occur (OECD, 2017, p. 21).

Second, *barriers to entry*. The collusion will be challenging to sustain if there are low entry barriers to a particular market. Players in the market would choose triggering strategies, hence reduce the profit of collusion. However, the OECD claimed that the effects of AI on entry barriers are unclear since many industries are different and characterized by natural entry barriers. Also, with AI's prediction ability, incumbent firms can use killer-acquisition to prevent entries (OECD, 2017, p. 21). There would be more

effective pricing strategies due to algorithms, but on the other hand, the vast data that AI needs can lead to a rise in entry barriers.

Third, *frequency of interactions*. It is one of the essential factors that AI may cause to the market. The more frequently firms interact with each other, the more comfortable they are to collude since they can respond more quickly with any cheated behaviors. Hence, a cheating firm cannot take advantage of a long time, and their incentives to cheat will decrease (Ivaldi et al., 2003, pp. 20–21). With the faster processing and predicting ability, and AI can increase interaction frequency and increase collusion stability. Hence, the price will be updated in real-time, thus allowing an immediate punishment to deviators. For instance, ML algorithms could make dynamic pricing faster and less costly.

Associated with the characteristic of market transparency, the sooner the competitors acknowledge the deviated conduct, the faster they will punish and retaliate. In vertical agreements, AI also can be used. Specifically, that is the case of retail price maintenance (RPM). There are three applications of AI in such agreements: (i) detecting any deviations from the minimum sales price, (ii) increasing price transparency through price monitoring software, thus limiting the incentive to deviate, and (iii) spreading high prices to other retailers who do not engage in the RPM scheme. In the case of *Asus*, the European Commission (EC) held that this manufacturer had infringed the EU Competition law by imposing fixed or minimum resale prices. *Asus* used software to observe and monitor online retailers. If retailers did not follow RPM, they would be sanctioned or blocked of supply. Notably, pricing algorithms were adapted by these retailers, which “*may multiply the impact of price movements [...], avoid price erosion across, potentially, its entire (online) retail network*” (European Commission, 2018, p. 14).

As another example, in some markets, both online and offline, seem to a rapid increase in the use of pricing algorithms. In 2013, Amazon conducted more than 2.5 million price changes every day, which is 50 times more than Walmart or Best buy did in a month (Profitero, 2013). In the offline environment, the use of AI leads to more data can be gathered, but it is challenging to observe the price in these markets due to the lack of transparency. Nevertheless, some markets witness a rise in algorithmic pricing; for instance, the retail petrol providers already used algorithms to collude tacitly and potentially raised prices for consumers (CMA, 2018, p. 19; Schechner, 2017).

Fourth, *market transparency*. When the market lacks transparency, players cannot quickly identify deviators since there is not enough information. In other words, collusion is more difficult to sustain when prices are not observable. Besides, the delay in obtaining data on costs and output also plays a vital role because if rivals receive the information

promptly, they will have time to trace and punish deviants (OECD Competition Committee, 2010, p. 148). Market transparency is seen as one benefit of AI on the market. In this way, companies can collect data easily and quickly to foster collusion. Therefore, real-time data can be automatically analyzed and converted into action. (Autorité de la concurrence & Bundeskartellamt, 2019, p. 18). Moreover, when more and more firms join the ‘algorithmic-driven’ game, the market would be more transparent, result in an increase in the chance of collusion and reducing strategic uncertainty.

In a paper, Ezrachi and Stucke used a gas station as an instance, as it can silently adjust the price to be compatible with other competitors in the same area. For example, in Germany, an oligopoly of five firms, which has a significant market share in the off-motorway petrol station market. In enhancing competition in this market, the German authorities required these stations to report their prices to the government’s transparency unit any price changes in real-time and then inform the consumers, aiming for them to find the cheapest station nearby. However, as a result, this policy has the opposite effect while increasing the petrol price, rather than lowering it. Therefore, instead of several hours for a price change, which algorithms, it only takes a few seconds to monitor and punish any deviators. The competitors will have less incentive to discount (Ezrachi & Stucke, 2020).

Also, tacit collusion is not illegal and will not trigger any intervention from the authorities. They presented some experiments and concluded that firms have incentives to use algorithms to facilitate tacit collusion in the market. Moreover, in the Hub-and-spoke scenario, which can be defined as using a single pricing algorithm to determine the market price, which is charged by numerous users, the data points and values, the likelihood, and their dynamic pricing strategies for alignment increases. An instance is the petrol market in Rotterdam (the Netherlands), where several petrol stations used the same provider for an advanced analytic tool to determine petrol prices (Schechner, 2017).

Fifth, *asymmetries between companies* may lead to some negative impacts on the stability and likelihood of collusion. The different costs can affect the incentives of the firms to cheat. Moreover, the asymmetry in discount factors plays an essential role in determining whether punishment in the future can be efficient in preventing cheating today. If the discount factor is high, a firm might think about colluding since their earnings in the future are more valuable than today, and vice versa. Besides, firms or individuals may differ in their willingness to engage in illegal activities (Church & Ware, 2000, p. 325). Firms are also different in capacity constraints, affecting the amount that it gains from undercutting its rival and retaliatory power (OECD, 2017, p. 21).



In 2016, the UK Competition & Markets Authority (CMA) fined Trod and GBE for their participation in an anti-competitive agreement and/or concerted practice by having a concurrence of wills and coordination of conduct between parties “*not to undercut each other in certain specified circumstances on prices for posters and frames sold by both Parties on Amazon UK*” (CMA, 2016). They used automated, repricing, and configuring software to implement their arrangement. In the same year of 2016, the UK regulator of the energy sector (Ofgem) found EGEL and Dyball agreed not to target each other’s customers by sharing customer lists. To effectively cooperate, they had designed, implemented, and maintained common software and algorithms that allowed the acquisition of certain customers to be blocked and customer lists to be shared (Ofgem, 2019). In this way, we can see the impact of algorithms on the asymmetries between companies, frequency of interactions, and market transparency.

Sixth, *product differentiation*. The other factor is related to the fact that firms often try to differentiate their products. They may compete for market shares via other means, such as product quality or advertisement, which makes the tacit collusion become not sustainable, as the firm has less to fear from retaliation from its rivals. Under the use of AI, collusion may be challenging to sustain from asymmetries in preferences and product heterogeneity. This technology allows firms to differentiate their products, leading to difficulties in finding a ‘focal-point’ (Autorité de la concurrence & Bundeskartellamt, 2019, p. 23). However, with AI’s ability, it helps companies analyze and react to other players more efficiently and sophisticatedly, which can increase collusion stability.

Seventh, *innovation*. Firms are more challenging in reaching and sustaining an agreement in the market that there is product innovation rather than the market in which products are stable (Church & Ware, 2000, p. 323). The firm will choose to betray to earn short-term profit rather than cooperate in obtaining long-term one. In the digitalization era, AI can reduce the stability of collusion by promoting innovation and developing untraditional business models. We can see that many companies have spent billions of dollars on Research and Development (R&D) activities in recent years, and a significant amount of money has been used to design the best algorithms.

In the enforcing and implementation period, AI helps firms overcome difficulties in the initiation phase since it can use its abilities to analyze other players' behaviors through potentially superior capabilities to deal with such industry. With ML and DL, companies can compare and evaluate trade-offs when deciding whether or not they should collude and how they collude tacitly.

## 5. Conclusion

Dealing with the research question: “*How can AI impact collusion in the market?*”, this paper began with explaining and evaluating AI and its impact on the market. It is necessary to understand the fundamentals of this technology. First, AI is a broad term but primarily refers to self-learning and automation, which does not involve human beings. In most situations, the terms algorithm and AI are the same since AI is generally an advanced development algorithm. ML is a subset of AI that emphasized the ability to predict the future based on past data. DL is another essential subset, but it is more advanced since it is powered by multiple layers of neural networks that are able to learn by examples; hence, it increases the accuracy of the original ML algorithms. We can see that AI brings both benefits and concerns to the market. For instance, the increase in transparency and reduction of transaction costs are two typical examples. On the other hand, it can tacitly collude with competitors, thus harming the consumers and reducing their welfare.

Then, it is essential to explain the economic concepts of collusion and tacit collusion. In the implicit case, instead of communicating with others, firms will observe others’ behavior, adjust and adapt their conduct. A firm may choose to co-operate with others in a repeated game rather than deviate and be sanctioned. It is then vital to connect between technology and economics. The stability and long-lasting of any collusive behaviors depend on many factors. While the impacts of AI on the number of firms and entry barriers are ambiguous, it is essential to note that market transparency will increase with AI use. In this case, competitors can easily track others’ pricing and strategies. They can quickly identify deviators, foster collusion, as well as reduce strategic uncertainty. Moreover, AI increases the frequency of interactions, which helps firms behave collusively by rapidly identifying any deviators, increasing the collusion’s sustainability. However, in some aspects, AI impacts collusion negatively by raising the innovation and cost asymmetries.

It should be noted that the likelihood that tacit collusion using AI systems will occur in the future is very high, thanks to the advanced development in several technologies, such as supercomputers, blockchain, IoT, and Big Data. We can expect the future in which supercomputers can execute ML or DL quickly with no delay. Moreover, with supercomputing, the *God view* scenarios seem to become real in the antitrust perspective, as these computers of firms will reach the same outcome intelligently and simultaneously. They would be ‘smarter’ to collude and find a focal point without human intervention tacitly.

The rising of blockchain, together with AI, also created a threat to the market, as it is able to prevent, monitor, and correct deviant behaviors efficiently. Public blockchains let firms access a massive data pool and enhance their ability to observe others' practices. Besides, AI and blockchain can solve the conflicts between members of an agreement, as they avoid human biases by automating governance. In terms of correcting deviant behaviors, blockchain and AI may coordinate and ensure a fair balance through a redistribution of extra profits (Schrepel, 2019, pp. 144–149).

IoT and Big Data also contribute to potential collusive practices as it provides more tools to trace and track other competitors' behaviors, thus reducing the incentive to betray. Firms now acknowledge that their conduct would be observed immediately. Moreover, it enables machine-to-machine communication, leading to the Digital Eye scenario. Also, the data that IoT devices collect would be a considerable resource to train the AI system and algorithms. Big Data also plays a vital role. As illustrated, AI needs data: the more data it learns, the more ability, intelligence, and accuracy it performs. With more information, the transparency of the market will be increased. The increasing popularity of algorithmic collusion and its dangerous consequences have led to a necessity in addressing this emerging phenomenon.

## References

- Agrawal, A., Gans, J., & Goldfarb, A. (2019). Introduction. In A. Agrawal, J. Gans, & A. Goldfarb (Eds.), *The Economics of Artificial Intelligence: An Agenda* (p. 4). The University of Chicago Press.
- Autorité de la concurrence & Bundeskartellamt. (2019, November). *Algorithms and Competition*. Bundeskartellamt. [https://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Publikation/EN/Berichte/Algorithms\\_and\\_Competition\\_Working-Paper.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=5](https://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Publikation/EN/Berichte/Algorithms_and_Competition_Working-Paper.pdf?__blob=publicationFile&v=5)
- Awaya, Y., & Krishna, V. (2016). On Communication and Collusion. *American Economic Review*, 106(2), 285–315. <https://doi.org/10.1257/aer.20141469>
- Brownlee, J. (2019, December 20). *What is Deep Learning?* Machine Learning Mastery. <https://machinelearningmastery.com/what-is-deep-learning/>
- Chamberlin, E. H. (1929). Duopoly: Value Where Sellers Are Few. *The Quarterly Journal of Economics*, 44(1), 63–100.
- Church, J. R., & Ware, R. (2000). *Industrial organization: A strategic approach* (International ed). Irwin McGraw-Hill.
- CMA. (2016, August 12). *Decision of the Competition and Markets Authority—Online sales of posters and frames—Case 50223*. <https://assets.publishing.service.gov.uk/media/57ee7c2740f0b606dc000018/case-50223-final-non-confidential-infringement-decision.pdf>

- CMA. (2018, October 8). *Pricing algorithms—Economic working paper on the use of algorithms to facilitate collusion and personalised pricing*. [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/746353/Algorithms\\_econ\\_report.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/746353/Algorithms_econ_report.pdf)
- Cormen, T. H., Leiserson, C. E., Rivest, R. L., & Stein, C. (2009). *Introduction to Algorithms, Third Edition* (3rd ed.). The MIT Press.
- European Commission. (2018, July 24). *Case AT.40465—ASUS - Antitrust procedure Council Regulation (EC) 1/2003*. [https://ec.europa.eu/competition/antitrust/cases/dec\\_docs/40465/40465\\_337\\_3.pdf](https://ec.europa.eu/competition/antitrust/cases/dec_docs/40465/40465_337_3.pdf)
- Ezrachi, A., & Stucke, M. E. (2020). Sustainable and unchallenged algorithmic tacit collusion. *NW. J. Tech. & Intell. Prop.*, 17, 217.
- Ivaldi, M., Jullien, B., Rey, P., Seabright, P., & Tirole, J. (2003). *The Economics of Tacit Collusion—Final Report for DG Competition, European Commission* [Final Report for DG Competition, European Commission]. [https://ec.europa.eu/competition/mergers/studies\\_reports/the\\_economics\\_of\\_tacit\\_collusion\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/competition/mergers/studies_reports/the_economics_of_tacit_collusion_en.pdf)
- Mackworth, A. K., & Poole, D. L. (2010). Artificial Intelligence and Agents. In *Artificial Intelligence: Foundations of Computational Agents* (pp. 3–42). Cambridge University Press; Cambridge Core. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511794797.002>
- Marshall, R. C., & Marx, L. M. (2012). *The economics of collusion: Cartels and bidding rings*. MIT Press <http://www.dawsonera.com/depp/reader/protected/external/AbstractView/S978026201503>
- McClelland, C. (2017, December 4). *The Difference Between Artificial Intelligence, Machine Learning, and Deep Learning*. Medium. <https://medium.com/iotforall/the-difference-between-artificial-intelligence-machine-learning-and-deep-learning-3aa67bff5991>
- McFadden, C. (2017, January 30). *The Origin of Algorithms We Use Every Single Day*. Interesting Engineering. <https://interestingengineering.com/origin-algorithms-use-every-day>
- OECD. (2017). *Algorithms and Collusion: Competition Policy in the Digital Age*. [www.oecd.org/competition/algorithms-collusion-competition-policy-in-the-digital-age.htm](http://www.oecd.org/competition/algorithms-collusion-competition-policy-in-the-digital-age.htm)
- OECD Competition Committee. (2010). *Information Exchanges between Competitors under Competition Law*. <http://www.oecd.org/competition/cartels/48379006.pdf>
- Ofgem. (2019, July 26). *Infringement by Economy Energy, E (Gas and Electricity) and Dyball Associates of Chapter I of the Competition Act 1998 with respect to an anti-competitive agreement*. Ofgem. [https://www.ofgem.gov.uk/system/files/docs/2019/07/decision\\_on\\_economy\\_energy\\_-\\_e\\_gas\\_and\\_electricity\\_dyball\\_associates\\_infringement\\_of\\_chapter\\_i\\_ca98\\_doorstep\\_sales\\_redacted\\_decision\\_document\\_26\\_july\\_2019.pdf](https://www.ofgem.gov.uk/system/files/docs/2019/07/decision_on_economy_energy_-_e_gas_and_electricity_dyball_associates_infringement_of_chapter_i_ca98_doorstep_sales_redacted_decision_document_26_july_2019.pdf)
- Petit, N. (2012). The Oligopoly Problem in EU Competition Law. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1999829>

- Polemis, M. L., & Oikonomou, A. (2018). Tacit collusion or parallel behaviour in oligopolistic markets? The two faces of Janus. *European Competition Journal*, 14(1), 1–37. <https://doi.org/10.1080/17441056.2018.1426926>
- Profitero. (2013, December). *Profitero Price Intelligence: Amazon makes more than 2.5 million daily price changes*. Profitero. <https://www.profitero.com/2013/12/profitero-reveals-that-amazon-com-makes-more-than-2-5-million-price-changes-every-day/>
- Schechner, S. (2017, May 8). *Why Do Gas Station Prices Constantly Change? Blame the Algorithm*. The Wall Street Journal. <https://www.wsj.com/articles/why-do-gas-station-prices-constantly-change-blame-the-algorithm-1494262674>
- Schrepel, T. (2019). Collusion by Blockchain and Smart Contracts. *Harv. J.L. & Tech.*, 33, 117.
- Stevenson, B. (2019). Artificial Intelligence, Income, Employment and Meaning. In A. Agrawal, J. Gans, & A. Goldfarb (Eds.), *The Economics of Artificial Intelligence: An Agenda* (p. 194). The University of Chicago Press.
- Szczepański, M. (2019, July). *Economic impacts of artificial intelligence (AI)*. Europarl. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2019/637967/EPRS\\_BRI\(2019\)637967\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2019/637967/EPRS_BRI(2019)637967_EN.pdf)
- Taddy, M. (2019). The Technological Elements of Artificial Intelligence. In A. Agrawal, J. Gans, & Avi Goldfarb (Eds.), *The Economics of Artificial Intelligence: An Agenda* (p. 61). The University of Chicago Press.
- Whish, R., & Bailey, D. (2018). *Competition Law* (Ninth Edition). Oxford University Press.
- Young, J. (2019, May 11). *Collusion*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/c/collusion.asp>

KỶ YẾU HỘI THẢO KHOA HỌC QUỐC GIA  
ĐỊNH HÌNH LẠI HỆ THỐNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU VÀ  
CHIẾN LƯỢC CỦA VIỆT NAM

**Chịu trách nhiệm xuất bản, nội dung**

*Giám đốc - Tổng biên tập:*

TRẦN CHÍ ĐẠT

**Biên tập nội dung:**

NGUYỄN TIẾN PHÁT, BÙI HỮU LỘ

**Trình bày:**

TÔ CÔNG NGUYỄN BẢO

**Biên tập sách điện tử:**

NGUYỄN TIẾN PHÁT, BÙI HỮU LỘ

**Thiết kế bìa:**

PHẠM THU HƯƠNG

---

Số đăng ký kế hoạch xuất bản: 1387 - 2021/CXBIPH/2 - 48/TTTT

Số quyết định xuất bản: 33/QĐ - NXB TTTT ngày 26 tháng 04 năm 2021

Nộp lưu chiểu Quý II năm 2021

Mã ISBN: 978-604-80-5415-1

