

THÔNG TIN - BÌNH LUẬN

Vai trò của Nhà nước đối với thị trường Tài chính Bài học từ khủng hoảng tài chính Mỹ

PGS.TS. Trịnh Thị Hoa Mai*

*Khoa Tài chính - Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế,
Đại học Quốc gia Hà Nội, 144 Xuân Thủy, Cầu Giấy, Hà Nội, Việt Nam*

Nhận ngày 22 tháng 6 năm 2009

Tóm tắt. Bài báo đề cập đến 2 vấn đề: (1) Khẳng định, đối với thị trường tài chính vai trò của Chính phủ không chỉ là thúc đẩy thị trường phát triển mạnh, mà còn cần phải kiểm soát chặt chẽ mọi hoạt động của nhà đầu tư để tiết chế lòng tham của họ một cách kịp thời. Kiểm soát lòng tham của nhà đầu tư lại phải bắt đầu từ kiểm soát sự xuất hiện của các công cụ tài chính mới, sự biến đổi của các hình thức đầu tư, sự biến hóa trong hoạt động của các ngân hàng thương mại trên con đường tìm kiếm lợi nhuận cho mình... (2) Phân tích những sai lầm trong điều hành thị trường tài chính của Chính phủ Mỹ, chủ yếu ở việc từng bước phá bỏ nguyên tắc hoạt động an toàn trong hoạt động của hệ thống ngân hàng thương mại và nới lỏng kiểm soát thị trường để khẳng định đó là một trong những nguyên nhân quan trọng gây nên cuộc khủng hoảng tài chính hiện nay.

Cuộc khủng hoảng tài chính Mỹ đang đe dọa sự tồn tại của kinh tế toàn cầu, bởi sức phá hoại của nó vẫn còn chưa lường hết được. Việc phân tích những nguyên nhân gây ra khủng hoảng có giá trị cả về lý luận và thực tiễn đối với sự phát triển bền vững của thị trường tài chính ở mỗi quốc gia trong điều kiện toàn cầu hóa hiện nay. Trong bài viết này, tác giả tập trung đánh giá điều hành của Chính phủ Mỹ đối với thị trường tài chính - vấn đề mà theo tác giả là nguyên nhân gốc rễ, chi phối các nguyên nhân khác.

1. Thị trường tài chính luôn cần đến sự giám sát chặt chẽ của Chính phủ

Cơ chế kinh tế thị trường với những ưu thế vượt trội đã thắng thế các cơ chế vận hành khác

như cơ chế kinh tế tự nhiên, cơ chế bao cấp. Kinh tế thị trường phát triển khi các thị trường bộ phận được hình thành, phát triển đầy đủ và đồng bộ. Cùng với đó, sự điều tiết của Nhà nước trên các thị trường bộ phận là cần thiết, nhằm giúp thị trường đạt được sự phát triển ổn định và hiệu quả, từ đó tạo nên sự tăng trưởng phát triển lành mạnh của nền kinh tế.

Thị trường tài chính được xem là một thị trường bậc cao, một thị trường đặc biệt. Điều tiết của Chính phủ đối với thị trường này; vì thế, cũng phải phù hợp với những đặc điểm, đặc thù của thị trường. Có như vậy, thị trường mới có thể phát triển bền vững.

Thị trường tài chính thực hiện chức năng lưu chuyển dòng vốn trong nền kinh tế, thông qua hoạt động mua bán các chứng khoán của các nhà đầu tư. Sự phát minh ra những công cụ

*ĐT: 84-4-37547506 (301)

E-mail: hmai0603@yahoo.com



tài chính mới, như là những hàng hóa được mua bán trên thị trường, cần được đánh giá là những hoạt động sáng tạo và chỉ có thể có được trong một thị trường tài chính được tự do phát triển. Chính điều này tạo nên tính hấp dẫn mạnh mẽ của thị trường đối với nhà đầu tư trong nước và quốc tế. Là thị trường của niềm tin, thị trường tài chính có khả năng phát triển mạnh mẽ khi yếu tố niềm tin được phát huy cao độ.

Thực tế phát triển thị trường tài chính thế giới trước cuộc khủng hoảng tài chính Mỹ cho thấy, các thị trường vốn trên thế giới đã trải qua thời kỳ chuyển đổi phi thường. Giá trị tài sản tài chính thế giới (bao gồm cổ phiếu, nợ cá nhân và công cộng, tiền gửi vào ngân hàng) đã tăng vọt, từ 12 nghìn tỷ USD năm 1985 thành 195 nghìn tỷ USD năm 2007⁽¹⁾.

Nhưng sự tham gia ngày càng lớn của các nhà đầu tư, cùng với sự xuất hiện ngày càng đa dạng các công cụ tài chính mới trên thị trường; một mặt đánh dấu sự phát triển của thị trường;

“Bàn tay vô hình” theo luận thuyết của Adam Smith chỉ có thể dẫn dắt thị trường hướng tới hiệu quả khi vấn đề thông tin bất đối xứng được xử lý tốt nhất”.

thị trường vượt khỏi tầm kiểm soát của Chính phủ. Các nhà đầu tư tham gia thị trường vì mục tiêu lợi nhuận. Chạy theo mục tiêu tìm kiếm lợi nhuận tối đa, các nhà đầu tư có thể đẩy thị trường đến bờ phá sản. Chính vì vậy, đối với thị trường tài chính, vai trò của Chính phủ không chỉ là thúc đẩy thị trường phát triển mạnh, mà còn cần phải kiểm soát chặt chẽ mọi hoạt động của nhà đầu tư để tiết chế lòng tham của họ một cách kịp thời. Kiểm soát lòng tham của nhà đầu tư lại phải bắt đầu từ kiểm soát sự xuất hiện của các công cụ tài chính mới, sự biến đổi của các hình thức đầu tư, sự biến hóa trong hoạt động của các ngân hàng

thương mại trên con đường tìm kiếm lợi nhuận cho mình...

Điều tiết thị trường hoàn toàn không loại trừ vấn đề Chính phủ phải tôn trọng cơ chế hoạt động của thị trường. “*Bàn tay vô hình*” theo luận thuyết

của Adam Smith chỉ có thể dẫn dắt thị trường hướng tới hiệu quả khi vấn đề thông tin bất đối

Theo đuổi những chính sách nhằm tăng tính hấp dẫn của thị trường tài chính, Chính phủ Mỹ đã cho phép các ngân hàng thương mại mở rộng hoạt động kinh doanh sang cả những lĩnh vực rủi ro với tư cách là những ngân hàng đầu tư.

xúng được xử lý tốt nhất. Nhưng thị trường tài chính, một mặt luôn là thị trường thông tin không đầy đủ, mặt khác, không khuyến khích tư nhân tham gia giải quyết vấn đề thông tin, do những trở ngại về khả năng đạt được lợi nhuận độc quyền. Chính vì thế, vai trò của Chính phủ là cực kỳ quan trọng. Thực tế này cho thấy, trong kinh tế thị trường, sự điều tiết của Chính phủ không chỉ cần thiết ở những lĩnh vực tư nhân chối bỏ, mà ở cả những lĩnh vực quá hấp dẫn với các nhà đầu tư tư nhân như thị trường tài chính. Thiếu vắng sự điều tiết kịp thời, mạnh tay của Chính phủ, “*bàn tay vô hình*” sẽ dẫn dắt thị trường tự do đến trạng thái hỗn loạn. Khủng hoảng tài chính chính là trạng thái thị trường tự do đã trở thành thị trường hỗn loạn. Các cuộc khủng hoảng tài chính trong lịch sử và đặc biệt khủng hoảng tài chính của Mỹ hiện nay là minh chứng sinh động cho điều đó.

Dòng vận động của vốn, kết quả của sự hoạt động và phát triển của thị trường tài chính, luôn có tính bất ổn bởi các quyết định của nhà đầu tư trên thị trường là dựa vào niềm tin, sự kỳ vọng và mang đậm tính bầy đàn. Đây chính là điểm yếu của thị trường tài chính. Phạm vi lôi cuốn dòng vận động của vốn càng rộng, tính bất ổn càng cao. Chính vì thế, nguy cơ sụp đổ thị trường tài chính rình rập ngay cả trong điều kiện Chính phủ luôn có những chính sách phù hợp. Do vậy, sự giám sát thường xuyên điều tiết kịp thời và mạnh tay của C

⁽¹⁾ Diana Farril (2008), “Thay đổi cách nghĩ về thị trường tài chính”, *Tạp chí Harvard Business Review* 9/2008, xem tại: <http://tuanvietnam.net>.



luôn là những bài thuốc cần thiết, nhằm ngăn ngừa và cứu chữa thị trường tài chính khi nó lâm bệnh.

Chính phủ và thị trường là hai thực thể gắn bó trong kinh tế thị trường. Thị trường tự do cũng có khả năng tự điều chỉnh rất cao. Sau những đổ vỡ thất bại sẽ là một trật tự thị trường mới hiệu quả hơn, hợp lý hơn. Cũng vì thế, những dư chấn trong lịch sử phát triển thị trường tài chính thế giới luôn được nhìn nhận trên cả khía cạnh tích cực, khi coi đó là những cơ hội để mỗi quốc gia thực hiện cải cách kinh tế một cách toàn diện. Tuy nhiên, những tổn thất mà các cuộc khủng hoảng tài chính trước đây và khủng hoảng tài chính Mỹ hiện nay gây ra là quá lớn. Sức công phá của nó tới nền kinh tế một quốc gia và kinh tế toàn cầu là không thể lường hết được. Chính vì vậy, các biện pháp, chính sách can thiệp của Chính phủ là cần thiết không chỉ nhằm tạo môi trường nói chung để các quy luật kinh tế khách quan phát huy tác dụng, mà còn giúp ngăn ngừa những dư chấn có thể xảy ra trên thị trường tài chính.

2. Sai lầm trong điều tiết thị trường tài chính của Chính phủ Mỹ - một nguyên nhân của khủng hoảng

Chính phủ Mỹ, Cục Dự trữ Liên bang (FED) đã có những sai lầm trong nhận thức về vai trò điều hành của Chính phủ đối với thị trường tài chính. Vấn đề điều tiết của Chính phủ đối với thị trường tài chính đã không được coi trọng, nếu không muốn nói là buông lỏng.

Điều này thể hiện ở hai khía cạnh chủ yếu sau:

(i) Từng bước phá bỏ nguyên tắc hoạt động an toàn trong hoạt động của hệ thống ngân hàng thương mại. Đạo luật Glass - Steagall⁽²⁾, từng

⁽²⁾ Sau cuộc Đại khủng hoảng năm 1929, mô hình tập đoàn ngân hàng tổng hợp (Universal Bank) với sự kết hợp giữa hoạt động ngân hàng đầu tư và ngân hàng thương mại đã bị cấm bởi đạo luật Glass-Steagall ra đời năm 1933, nhằm tách bạch hoạt động ngân hàng đầu tư và ngân hàng

được đánh giá là “*Bức tường lửa*” đối với hoạt động ngân hàng thương mại, đã bị xem nhẹ từ đầu những năm 1980 và xóa bỏ hoàn toàn vào năm 1999 bằng Đạo luật Gramm - Leach - Bliley⁽³⁾.

(ii) Khuyến khích các nhà đầu tư làm giàu đi cùng với việc nới lỏng kiểm soát thị trường

Trước năm 1968, Fannie Mae và Freddie Mac là hai cơ quan Nhà nước làm nhiệm vụ bảo hiểm nhà ở cho dân có thu nhập trung bình và thấp ở Mỹ. Điều này tạo chỗ dựa để các ngân hàng mạnh tay hơn trong việc cho vay mua nhà. Từ năm 1968, Hạ nghị viện Mỹ đã biến hai cơ quan này thành hai công ty tư nhân được Nhà nước bảo trợ. Từ năm 1999, với các điều kiện mua nhà dễ dãi, lãi suất thấp, 1%/năm, Fannie Mae và Freddie Mac trở thành nguồn cung ứng vốn cho các tổ chức kinh doanh bất động sản. Fannie Mae và Freddie Mac đã mua lại các khoản vay của các ngân hàng thương mại, biến chúng thành các loại chứng từ được đảm bảo bằng các khoản vay thế chấp gọi là MBS⁽⁴⁾, rồi bán lại cho các nhà đầu tư chứng khoán, đặc biệt là các ngân hàng đầu tư khổng lồ như Bear Stearns và Merrill Lynch. Chính phủ cho phép tất cả các đối tác đầu tư được mua bảo hiểm cho những rủi ro có thể xảy ra từ chính những nhà phát hành ra các MBS đó. Các hợp đồng bảo hiểm - CDS⁽⁵⁾ cho các nhà đầu tư MBS sẽ bảo đảm cho họ quyền được bồi thường, nếu những người vay tiền mua nhà không trả nợ được. Để kích thích hơn nữa các nhà đầu tư chứng khoán, Chính phủ đã kêu gọi các tổ chức đánh giá hệ số tín nhiệm đứng ra chứng nhận mức độ an toàn của các chứng khoán đó. Nhờ vậy, thị trường ngày càng thu hút nhiều thêm các tổ chức tài chính như các công ty bảo hiểm hay

thương mại. Đây là nền tảng chính của sự phát triển mạnh của ngành ngân hàng và tài chính Mỹ trong suốt hơn 60 năm.

⁽³⁾ Với áp lực của các hiệp hội ngân hàng như trong năm 1998, các nhóm đặc quyền tài chính dùng đến hơn 200 triệu USD để lobby quốc hội và chính quyền, năm 1999, Bill Clinton ký đạo luật mới Gramm - Leach - Bliley- khai tử đạo luật Glass - Steagall, theo đó các NHTM được phép kinh doanh các nghiệp vụ của ngân hàng đầu tư

⁽⁴⁾ MBS: Mortgage - backed securities

⁽⁵⁾ CDS: Credit default swap



quỹ hưu trí tham gia đầu tư chứng khoán. Công ty bảo hiểm lấy chứng từ mua nhà để đảm bảo cho các chứng khoán phát hành. Với việc cho phép cơ chế bảo hiểm những thứ không thể bảo hiểm được, mức độ rủi ro của các chứng khoán phái sinh đã lên đến cực điểm. Trong bối cảnh đó, các ngân hàng thương mại trở nên mạo hiểm hơn trong cho vay, còn các công ty bảo hiểm như AIG cũng mạnh tay hơn trong việc bán các CDS ra thị trường, bất chấp khả năng đảm bảo của mình. Điều này tạo nên sự yên tâm (mặc dù là yên tâm thiếu căn cứ) cho các nhà đầu tư. Thị trường tài chính Mỹ đã rơi vào trạng thái bong bóng, tỉ lệ nợ vốn vay cao quá mức độ. Bất kể khả năng trả nợ được của khách hàng vay dưới chuẩn, khoản cho vay này đã tăng vùn vụt, từ 160 tỉ USD năm 2001 lên 540 tỉ USD vào năm 2004 và trên 1300 tỉ USD vào năm 2007⁽⁶⁾. Đáp lại sự ưu ái của Chính phủ, sự phát triển của thị trường tài chính đã góp phần làm cho hàng triệu người nghèo, cả những gia đình đã từng bị khước từ cho vay, đều đã có nhà ở, còn các nhà đầu tư đã kiếm được những món lời kékch sù, các trung gian tài chính trở nên giàu có nhanh chóng nhờ vào các khoản phí và hoa hồng.

Theo đuổi những chính sách nhằm tăng tính hấp dẫn của thị trường tài chính, Chính phủ Mỹ đã cho phép các ngân hàng thương mại mở rộng hoạt động kinh doanh sang cả những lĩnh vực

“Mối liên hệ phức tạp giữa người vay và cho vay khi thị trường nhà đất sụt giảm đã ảnh hưởng đến thị trường tài chính nói chung”.

rủi ro với tư cách là những ngân hàng đầu tư. Hoạt động của các ngân hàng đầu tư, vốn rất mạo hiểm lại thiếu sự giám sát cần thiết của Chính phủ. Trong khi hoạt động của các ngân hàng thương mại chịu sự kiểm soát chặt của FED thì các hoạt động đầu tư chứng khoán lại gần như không bị một rào cản nào ngoài việc tuân thủ các quy định về buôn bán chứng khoán trên thị trường và nội dung các hợp đồng đã ký kết. Nước Mỹ được xem là *đất thánh* của ngân hàng đầu tư và

⁽⁶⁾ Trần Văn Thọ, Trần Lê Anh (2008), “Khủng hoảng tài chính và ảnh hưởng”, *Báo Thanh niên*.

các tổ chức tài chính thực hiện nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, nhưng chính các ngân hàng đầu tư cũng đã dẫn dắt thị trường tài chính Mỹ sụp đổ thảm khốc với khoản lỗ của chúng vào năm 2007 lên đến hàng trăm tỉ USD⁽⁷⁾.

Từ năm 2005, theo đuổi mục tiêu kiềm chế nguy cơ lạm phát, FED bắt đầu tăng dần lãi suất. Nếu giữa năm 2003 lãi suất cơ bản của FED là 1%/năm thì vào giữa năm 2006 đã tăng lên 5.25%. Lãi suất tăng cao làm nhiều người vay mua nhà không thể trả nợ được. Họ là những người vay nợ dưới chuẩn. Hàng loạt ngôi nhà bị xiết nợ và phát mại. Năm 2006 có 1.2 triệu căn nhà bị phát mại. Năm 2007 con số này là 2 triệu. Cleveland (Ohio) trở thành thành phố chôn ngòi cho khủng hoảng với 1/10 số nhà bị thu hồi để phát mại. Thực tế này đã làm giá nhà đất bắt đầu trượt dốc. Giá nhà đã hạ thảm hại từ quý 3 năm 2007. Tình trạng mất khả năng trả nợ của người vay mua nhà hệ lụy đến các ngân hàng, các tổ chức đầu tư và bảo hiểm. Mối liên hệ phức tạp giữa người vay và cho vay khi thị trường nhà đất sụt giảm đã ảnh hưởng đến thị trường tài chính nói chung. Khủng hoảng tài chính đã xảy ra với quy mô và sức lây lan cực mạnh, vượt quá cả sức tưởng tượng của nhiều chuyên gia kinh tế hàng đầu. Khi xảy ra khủng hoảng, giá các khoản cho vay cầm cố dựa trên bất động sản đã giảm 30 - 35%. Khoản nợ phải trả của Fannie Mae và Freddie Mac lên đến 6000 tỉ USD bao gồm cho vay, bảo hiểm tiền gửi cho vay, sở hữu chứng khoán dựa vào nợ mua nhà..., trong đó nợ dưới chuẩn là 2000 tỉ USD⁽⁸⁾.

Có thể thấy, các chính sách của Chính phủ Mỹ trong nhiều năm qua chủ yếu là những loại chính sách nhằm tháo gỡ các rào cản ngăn nhà đầu tư tham gia thị trường tài chính. Chính phủ Mỹ đã mở cửa tự do cho các loại công cụ tài chính mới mà không có sự kiểm soát nào, kể cả việc thu thập thông tin về loại chứng khoán mới

⁽⁷⁾ Trần Văn Thọ, Trần Lê Anh (2008), “Khủng hoảng tài chính và ảnh hưởng”, *Báo Thanh niên*.

⁽⁸⁾ Vũ Quang Việt (2008), “Liệu có mở ra hực nền kinh tế Mỹ”, *Thời báo kinh tế Sài Gòn*, 2/



này để theo dõi. Sự bùng nổ về số lượng của các công cụ tài chính mới như trên đã đi quá xa giới hạn, vượt khỏi tầm kiểm soát cần thiết đối với thị trường của các cơ quan quản lý. Alan Greenspan, nguyên Chủ tịch FED, thừa nhận sai lầm khi đã phản đối điều tiết thị trường chứng khoán phái sinh do quá tin vào khả năng tự điều chỉnh của thị trường tự do. Những quan

“Bằng khuyến khích phát triển các loại hàng hoá phái sinh để thu hút nhiều nhà đầu tư tham gia thị trường, Chính phủ đã quên vai trò chính của mình là kiểm tra giám sát độ rủi ro của những công cụ tài chính mới và vô cùng phức tạp này”.

điểm phê phán việc tách ngân hàng thương mại khỏi ngân hàng đầu tư như trong quy định của Đạo luật Glass - Steagall là lỗi thời đã dọn đường cho sự

thống trị của tư tưởng giảm bớt sự kiểm soát của Chính phủ đối với thị trường tài chính, mà trên thực tế là buông lỏng, dẫn đến không kiểm soát được mức độ phát triển của thị trường này.

Sự nói lỏng giám sát của Chính phủ đã kích thích tính năng động của các tổ chức tư nhân ở cả hai khía cạnh: vừa tận dụng triệt để những lỗ hổng trong quản lý của Chính phủ và vừa tối đa hóa niềm tin mù quáng của số đông. Điều này giải thích cho sự giàu có của các nhà đầu tư trong bối cảnh phát triển mạnh thị trường tài chính Mỹ. Con say tìm kiếm lợi nhuận trong bối cảnh nói lỏng kỷ cương của Chính phủ đã biến họ thành những con thiêu thân. Các nhà đầu tư vì quá chăm lo đến những khoản lợi trước mắt mà quên mất một sự thật rằng, họ đang từng bước phá vỡ sự bền vững của thị trường. Còn lỗi của Chính phủ là đã không cảnh báo và thức tỉnh họ kịp thời. Thị trường đã phát triển hỗn loạn và sụp đổ âu cũng là một điều khó tránh khỏi.

Như thế, bằng khuyến khích phát triển các loại hàng hoá phái sinh để thu hút nhiều nhà đầu tư tham gia thị trường, Chính phủ đã quên vai trò chính của mình là kiểm tra giám sát độ rủi ro của những công cụ tài chính mới và vô

cùng phức tạp này. Có thể nói, sai lầm trong điều hành của Chính phủ Mỹ là đã lầm lẫn giữa rào cản cần dỡ bỏ và các kiểm soát cần phải duy trì đối với thị trường tài chính.

Sẽ không sai khi cho rằng lòng tham của các nhà đầu tư chứng khoán là thủ phạm nhân chìm ngành tài chính Mỹ. Nhưng sẽ công bằng hơn nếu chỉ ra rằng Chính phủ chính là tòng phạm, bởi lòng tham không phải là một điều mới nảy sinh.

Khủng hoảng tài chính của nước Mỹ hiện nay đã là vấn đề toàn cầu, vì vậy việc giải quyết nó phải mang tính toàn cầu. Thiếu hợp tác, đồng thuận chung giữa các ngân hàng Trung ương và Chính phủ các nước thì mọi nỗ lực riêng lẻ từng quốc gia chắc chắn sẽ không mang lại kết quả cần thiết. Tuy nhiên, việc ngăn ngừa nguy cơ xảy ra các cuộc khủng hoảng không mong đợi như vậy lại hoàn toàn có thể và cần thiết phải được thực hiện ngay ở từng phạm vi một quốc gia cụ thể. Khủng hoảng tài chính ở một cường quốc kinh tế mạnh đã càng khẳng định một vấn đề có tính nguyên tắc rằng, hơn bất cứ thị trường nào, thị trường tài chính rất cần đến sự điều tiết của Chính phủ.

Tài liệu tham khảo

- [1] Diana Farrll (2008), “Thay đổi cách nghĩ về thị trường tài chính”, *Tạp chí HarvardBusiness Review* 9/2008, xem tại: <http://tuanvietnam.net>.
 - [2] Trần Văn Thọ, Trần Lê Anh (2008), “Khủng hoảng tài chính và ảnh hưởng”, *Báo Thanh niên*.
 - [3] Vũ Quang Việt (2008), “Liệu có mở ra hướng mới cho nền kinh tế Mỹ”, *Thời báo kinh tế Sài Gòn*, 2/10/2008.
 - [4] Bill Geogre (2008), “Con địa chấn phố Wall: Khủng hoảng về đường lối lãnh đạo”, *HSB in the New*, <http://tuanvietnam.net> ngày 29/10/2008.
- George Soros (2008), *Mô thức mới cho thị trường tài chính*, NXB Tri thức.



The role of the State to Financial market - lessons from united state of American's financial crisis

Assoc.Prof.Dr. Trinh Thi Hoa Mai

*Faculty of Banking and Finance, University of Economics and Business,
Vietnam National University, Hanoi, 144 Xuan Thuy, Cau Giay, Hanoi, Vietnam*

The important role of the government is affirmed not only to stimulate the overall market growth, but also to supervise investors' behaviors in order to lessen their avariciousness. Lessening investors' avariciousness can be start with controlling new financial instrument creation, overseeing changes in investment forms as well as managing commercial banks' actions on the way seeking for profits.

Some improper policies in financial market controlling of the United States government are analyzed. The analysis mainly focuses on how government step by step not only breaking safe operating principles of commercial bank system but also decreasing financial market controlling which consequently, one of the main reasons leading to the current economic crisis.

