

# Hệ thống các thước đo mức độ hội nhập thị trường tài chính trên thế giới và một số khuyến nghị cho Việt Nam

TRẦN THỊ XUÂN ANH  
NGUYỄN THỊ LÂM ANH  
NGÔ THỊ HẰNG

*Bài viết hệ thống hóa các thước đo định lượng mức độ hội nhập thị trường tài chính trên thế giới và kết quả ứng dụng cho Việt Nam, trên cơ sở đó đưa ra một số khuyến nghị chính sách phù hợp.*

*Từ khóa: thị trường tài chính, thước đo mức độ hội nhập thị trường tài chính, mức độ hội nhập thị trường tài chính Việt Nam*

## 1. Hệ thống các thước đo mức độ hội nhập thị trường tài chính

Hội nhập thị trường tài chính (TTTC) là quá trình thiết lập và tuân thủ một bộ quy định chung về hoạt động TTTC khu vực. Điều này nhằm tạo ra sự tự do dịch chuyển dòng vốn giữa các quốc gia. Các tài sản tài chính có đặc điểm giống nhau bất kể nguồn gốc xuất xứ sẽ được giao dịch với mức giá như nhau, đồng thời các chủ thể tham gia thị trường phải tuân thủ các quy định như nhau, được đối xử công bằng, không phân biệt trong hay ngoài nước (Baele và các cộng sự, 2004). Hội nhập TTTC có thể được tiến hành với việc thực thi các hiệp ước quốc tế/khu vực chính thức, hoặc ngay cả khi không có những thoả thuận, hiệp ước rõ ràng, chính thống. Cụ thể, các quốc gia tham gia hội nhập TTTC sẽ ký kết và thực hiện các hiệp ước với các quốc gia khác trong khu vực, nhằm loại bỏ các rào cản cho hoạt động tài chính xuyên biên giới, tạo ra sự thống nhất đầy đủ về các quy định trên TTTC khu vực (Ho, 2009). Ngoài ra, hội nhập TTTC có thể diễn ra theo nhiều kênh khác nhau, như sự gia nhập của các ngân hàng nước ngoài vào thị trường trong nước, chủ thể nước ngoài tham gia thị trường bảo hiểm, các quỹ đầu tư nước ngoài, các chứng

khoán được giao dịch trên sở giao dịch chứng khoán nước ngoài, hoặc các doanh nghiệp trong nước vay nợ trực tiếp trên thị trường quốc tế (Brouwer, 2005).

Nghiên cứu của Baele (2004) đã đặt nền móng đầu tiên cho việc lượng hóa mức độ hội nhập TTTC trên cơ sở ba nhóm chỉ tiêu: (1) dựa trên cơ sở giá cả; (2) dựa trên cơ sở thông tin; (3) dựa theo quy mô. *Nhóm thứ nhất* đo lường dựa trên quy luật một giá, theo đó trong điều kiện TTTC hoàn hảo, giá cả của một tài sản tài chính nên được định giá như nhau bất kể được giao dịch tại các TTTC khác nhau. Kết quả, mức chênh lệch về lãi suất/tỷ suất sinh lời của tài sản này ở các thị trường khác nhau phản ánh mức độ hội nhập TTTC. Nếu mức chênh lệch này khác không, thị trường được đánh giá chưa hội nhập hoàn hảo. Tuy nhiên, thước đo này chỉ hợp lý khi áp dụng đối với các quốc gia cùng khu vực địa chính trị. *Nhóm thứ hai* đo lường dựa trên lý thuyết thị trường hiệu quả về mặt thông tin, trong đó các thông tin vĩ mô từ một quốc gia hay khu vực sẽ ảnh hưởng ngay đến giá cả, lãi suất trên thị trường tài chính khu vực. Nói cách khác, một TTTC hội nhập sẽ phản

---

Trần Thị Xuân Anh, TS., Nguyễn Thị Lâm Anh, TS., Ngô Thị Hằng, ThS., Học viện Ngân hàng.

## Hệ thống các thước đo ...

ứng ngay lập tức và hợp lý trước những biến động của nền kinh tế trong nước và khu vực hội nhập. Trên thực tế, vẫn chưa có phương pháp cụ thể nào lượng hóa được mức độ phản ứng này một cách chính xác. *Nhóm thước đo dựa theo quy mô* được xây dựng trên nguyên lý dòng vốn tự do dịch chuyển giữa các TTTC quốc gia. Điều này được thực hiện qua việc đo lường độ mở tài khoản vốn, tài khoản vãng lai, chính vì vậy yêu cầu cơ sở dữ liệu thống kê thực tế và đầy đủ trong một thời gian dài của các quốc gia nhằm đảm bảo việc tính toán và đối sánh giữa các nước tương đối hợp lý và chính xác.

Trên cơ sở nghiên cứu của Beale và các cộng sự (2004), Quinn, Schindler và Toyoda (2011) đang được áp dụng phổ biến hơn cả vì mang tính bao quát và ứng dụng cao. Cụ thể, Quinn, Schindler và Toyoda (2011) đưa ra 3 nhóm chỉ số sau:

### (1) Nhóm chỉ số De Jure

Nhóm chỉ số De Jure phản ánh mức độ hạn chế trong cơ chế tỷ giá, luân chuyển vốn và giao dịch, đầu tư quốc tế trên TTTC của mỗi quốc gia. Về cơ bản, các chỉ số De Jure được xây dựng trên cơ sở Báo cáo thường niên của IMF về cơ chế tỷ giá và kiểm soát ngoại hối (IMF's Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions - AREAER) của mỗi quốc gia. Tuy nhiên, trên

thực tế, Báo cáo AREAER của IMF được xây dựng, thống kê và công bố từ 1950 cung cấp thông tin chi tiết về các hình thức kiểm soát vốn được áp dụng tại các quốc gia có quy mô lưu chuyển dòng vốn lớn trên thế giới. Song trong giai đoạn 1967-1996, báo cáo AREAER còn kèm một bảng tổng hợp "Thống kê đặc trưng về hệ thống giao dịch thương mại và ngoại hối của các quốc gia thành viên". Bảng tổng hợp cung cấp thông tin về việc các quốc gia có áp dụng hay không áp dụng các ràng buộc, kiểm soát đối với hoạt động thanh toán của người cư trú tại các hạng mục tài khoản vãng lai và tài khoản vốn khác nhau. Kể từ năm 1997, bảng thông tin tổng hợp đa dạng nhiều khía cạnh kiểm soát giao dịch vốn khác nhau, cụ thể, bảng chi tiết hóa phân loại nhà đầu tư và phân loại tài sản cùng với việc thống kê, báo cáo 13 hạng mục giao dịch vốn khác nhau cũng như mức độ đa dạng giữa các quốc gia trong việc lựa chọn các công cụ kiểm soát vốn (Quinn và cộng sự, 2011). Chính vì vậy, các chỉ số De Jure được phân loại thành nhóm: (1) các chỉ số De Jure được xây dựng dựa trên bảng thống kê của AREAER (được cung cấp trong giai đoạn 1967-1995); (2) các chỉ số De Jure được cấu trúc dựa trên nội dung báo cáo AREAER (kể từ năm 1950); (3) các chỉ số De Jure được cấu trúc độc lập với báo cáo AREAER của IMF.

**BẢNG 1: Thống kê các chỉ số De Jure đo lường mức độ hội nhập thị trường tài chính**

Chỉ số dựa trên bảng thống kê của AREAER (IMF)	Chỉ số dựa trên nội dung AREAER (IMF)	Chỉ số không dựa trên AREAER (IMF)
Dựa trên Bảng thống kê của AREAER (1967-1996), gồm có các chỉ số của: Epstein và Schor (1992) Alesina và cộng sự (1994) Garrett (1995) Leblang (1997) Klein (2003) Edison và cộng sự (2004) Dựa trên Bảng thống kê của AREAER (sau 1997), gồm có chỉ số của: Johnston và Tamirisa (1998) Tamirisa (1999) Miniane (2004) Brune và Guisinger (2006) — Chỉ số FOI Chinn và Ito (2002, 2006, 2008) — Chỉ số KAOPEN	Chỉ số được cấu trúc trong các nghiên cứu: Quinn (1992, 1997) — Chỉ số FIN_CURRENT và CAPITAL Kaminsky và Schmukler (2008) Kastner và Rector (2003) Schindler (2009) — Chỉ số KA	Chỉ số được trình bày trong nghiên cứu: Bekaert, Harvey, và Lundblad (2005) — Chỉ số EQUITY

*Nguồn: Quinn, Schindler và Toyoda (2011).*

Trong số các chỉ số được xây dựng dựa trên bảng thống kê của AREAER, chỉ số KAOPEN của Chinn và Ito và chỉ số FOI của Brune và Guisinger là hai chỉ số được tính toán cho một số lượng lớn các quốc gia trong một giai đoạn dài. Trong đó, chỉ số KAOPEN của Chinn và Ito đo lường mức độ hội nhập tài chính của từng quốc gia, được cấu trúc dựa dựa trên các biến giả nhị phân đại diện cho các hạn chế được áp đặt lên các giao dịch tài chính xuyên biên giới, được ghi nhận trong Báo cáo thường niên AREAER của IMF. Tương tự, trong số các chỉ số được cấu trúc dựa trên nội dung báo cáo trong AREAER, chỉ số FIN\_CURRENT và CAPITAL của Quinn và chỉ số KA của Schindler là hai bộ chỉ số nghiên cứu và cung cấp thông tin về độ mở tài chính của một số lượng lớn các quốc gia; thêm vào đó, hai chỉ số này cũng thường xuyên điều chỉnh và cập nhật những thay đổi về các công cụ kiểm soát vốn tại mỗi quốc gia, cũng như có sự phân biệt giữa các dòng vốn từ người cư trú và người không cư trú trong quá trình xây dựng, tính toán chỉ số (bảng 1).

### (2) Nhóm chỉ số De Facto

Theo Quinn và cộng sự (2011), các chỉ số De Jure đo lường mức độ hội nhập TTTC không phản ánh và đo lường được chiều hướng và mức độ phản ứng của các dòng vốn thực tế đối với các biện pháp kiểm soát về chính sách (quy định pháp lý). Nguyên nhân chính của thực tế này, hoặc là do các biện pháp kiểm soát về quy định luật pháp thiếu tính thực thi, hoặc là do các biện pháp kiểm soát đối với một khu vực, một nhóm tài sản cụ thể lại ảnh hưởng tới dòng vốn vào các hạng mục tài sản khác, thay vì tác động tới nhóm tài sản mục tiêu của các biện pháp kiểm soát. Bên cạnh đó, nhiều chỉ số có thể không phản ánh được, hay nói cách khác, không tính tới những khác biệt tuy nhỏ nhưng quan trọng giữa các chế độ kiểm soát vốn của các quốc gia khác nhau. Do đó, các chỉ số De Jure đôi khi không phản ánh được mức độ hội nhập TTTC thực tế của một quốc

gia. Đơn cử như việc một số quốc gia, thậm chí được xem là có mức độ kiểm soát vốn tương đối chặt chẽ đối với các giao dịch vốn (các giao dịch vốn “đóng”) đã hội nhập TTTC mạnh mẽ trong vài thập kỷ qua. Do đó, các chỉ số De Facto được xem là giải pháp thay thế trong việc đo lường mức độ hội nhập thực tế của một quốc gia vào các thị trường tài chính toàn cầu. Các chỉ số De Facto được phân loại thành 2 nhóm: nhóm chỉ số De Facto dựa trên quy mô giao dịch vốn (Quantity-based), nhóm chỉ số De Facto xây dựng trên cơ sở giá (Price-based).

Trong số các thước đo dựa trên quy mô giao dịch vốn, chỉ số TOTAL được giới thiệu trong nghiên cứu Lane và Milesi-Ferreti (năm 2003, 2006, và 2017) được sử dụng rộng rãi nhất. Nhóm chỉ số này đo lường mức độ hội nhập tài chính, tỷ lệ tổng tài sản nước ngoài (foreign assets) và nợ nước ngoài (foreign liabilities) trên GDP. Giá trị chỉ số gia tăng qua thời gian hàm ý mức độ hội nhập tài chính của quốc gia nghiên cứu tăng lên. Ưu điểm của chỉ số này là việc đánh giá công bằng giữa khoản tài khoản nước ngoài và nợ nước ngoài. Chẳng hạn, một quốc gia cho vay nước ngoài nhiều so với một quốc gia có nợ nước ngoài nhiều đều được coi là có độ mở tài chính. Vì chỉ số này lấy tổng của tài sản và nợ nước ngoài chia cho GDP nên nó độc lập với tình trạng tài sản nước ngoài ròng của một quốc gia. Nhóm chỉ số của Lane and Milesi-Ferretti (2007) được ứng dụng rộng rãi trong các nghiên cứu thực nghiệm, nhằm chỉ ra mối quan hệ giữa hội nhập tài chính với phát triển kinh tế tại các quốc gia khác nhau. Tuy nhiên, nhược điểm lớn nhất của nhóm chỉ số này là thiếu khả năng phân biệt giữa các loại hình nợ khác nhau, khiến cho các nhà nghiên cứu gặp khó khăn trong việc tìm hiểu được nguyên nhân sâu xa, dẫn tới ảnh hưởng tiêu cực hay tích cực của hội nhập tài chính đối với phát triển kinh tế. Do đó, Saadma và Stainer (2016) đề xuất một chỉ số De Facto mới, đó là chỉ số mở cửa tài chính tư nhân (Private financial Openness).

Saadma và Stainer chia vốn nước ngoài ra thành hai loại: nguồn vốn chính thức (official capital – như vốn ODA hay vốn cho vay của IMF) và nguồn vốn tư nhân (private capital). Saadma và Stainer (2016) chỉ ra rằng, một quốc gia với tỷ trọng vốn nước ngoài chính thức cao, nền kinh tế đó có xu hướng kém phát triển và đầy biến động. Trong khi đó, một quốc gia có độ mở cửa tài chính tư nhân cao thông thường có nền kinh tế phát triển và ít biến động. Do đó, ngoài chỉ tiêu tổng quan độ mở tài chính, việc đánh giá độ mở tài chính tư nhân cũng rất quan trọng. Chỉ tiêu độ mở tài chính tư nhân của Saadma và Stainer (2016) xây dựng tương tự chỉ tiêu của Lane và Milesi-Ferretti (2007), thông qua việc lấy tổng vốn nước ngoài tư nhân chia cho GDP của một quốc gia nhất định.

*Các thước đo dựa trên cơ sở giá* đo lường sự khác biệt về giá hoặc lợi suất của các tài sản tương đồng tại các thị trường (nền kinh tế) khác nhau, được cấu trúc dựa trên quy luật một giá – là quy luật tồn tại khi các thị trường tài chính hội nhập hoàn toàn. Theo đó, các thước đo dựa trên cơ sở giá chủ yếu gồm có:

(i) Các thước đo được tính toán trực tiếp từ mức độ chênh lệch giá hoặc lợi suất tài sản, như các thước đo của Levy Yeyati và cộng sự (2006), ECB (2006), Adam và cộng sự (2002), Dooley và cộng sự (1997), Quinn và Jacobson (1989).

(ii) Các thước đo được tạo lập từ kết quả của các mô hình kinh tế lượng như: hệ số beta - beta coefficients và hệ số phương sai – Variance ratio (ECB, 2006), beta-convergence (Adam và cộng sự, 2002; ECB, 2004; Piumsombun, 2013) và sigma-convergence (hội tụ) (Piumsombun, 2013).

Có thể thấy, nhóm chỉ tiêu De Facto có ưu điểm chung là phản ánh được mức độ mở cửa tài chính thực tế của một quốc gia. Tuy nhiên, đứng trên góc độ của các nhà chính sách, nhóm chỉ tiêu De Jure có ý nghĩa thực tế hơn do có khả năng kiểm soát việc thực hiện các chính sách đưa ra.

### (3) Nhóm các chỉ số Hybrid

Trong hầu hết các nghiên cứu gần đây về hội nhập TTTC, các tác giả có xu hướng sử dụng kết hợp các nhóm chỉ tiêu De Jure và De Factor để có cái nhìn tổng quát hơn về mức độ mở cửa tài chính của các quốc gia khác nhau.

*Chỉ số FORU*: Edison và Warnock (2003) xây dựng chỉ số FORU dựa trên hai nhóm chỉ số do Tổ chức tài chính quốc tế IFC (International Finance Corporation) và Standard & Poor's tập hợp. Theo đó, Edison và Warnock (2003) thu thập số liệu về hai chỉ tiêu IFCG (chỉ số toàn cầu, thể hiện giá trị của thị trường vốn tại một quốc gia) và IFCI (chỉ số thể hiện phần thị trường mà nhà đầu tư nước ngoài có khả năng tham gia ở quốc gia đó). Từ đó tác giả tính tỷ lệ giá trị vốn hóa thị trường của chỉ số IFCI và IFCG cho từng quốc gia; tỷ lệ này thể hiện mức độ đầu tư vào thị trường vốn của nhà đầu tư nước ngoài vào một quốc gia; khi lấy 1 trừ đi tỷ lệ này sẽ có được chỉ số đo lường mức độ kiểm soát vốn tại quốc gia đó. Cụ thể, chỉ số FORU được tính theo công thức sau:

$$FOR_{i,t} = 1 - \frac{MC_{i,t}^{IFCI}}{MC_{i,t}^{IFCG}}$$

Trong đó, MC là giá trị vốn hóa thị trường tại thời điểm t tính theo chỉ số IFCI và IFCG của từng quốc gia. Chỉ số FOR dao động từ 0 đến 1. Một quốc gia có chỉ số FOR bằng 0 nghĩa là quốc gia đó hoàn toàn hội nhập tài chính và không có bất cứ kiểm soát vốn nào. Một quốc gia có chỉ số FOR bằng 1 hàm ý quốc gia đó hoàn toàn đóng cửa thị trường tài chính của mình. Chỉ số FOR thể hiện mức độ kiểm soát tài chính của một quốc gia tại một thời điểm nhất định; do đó, chỉ số này phù hợp với các phân tích sử dụng dữ liệu chéo hoặc dữ liệu mảng.

Nếu một quốc gia thực hiện kiểm soát vốn trên tất cả các khu vực kinh tế, sự thay đổi về chỉ số FORU theo thời gian sẽ thể hiện chính xác sự thay đổi trong mức độ mở cửa tài chính của quốc gia đó. Mặc dù vậy, trên

## Hệ thống các thước đo ...

thực tế, các kiểm soát về vốn thông thường sẽ khác nhau đối với các ngành khác nhau, vì vậy việc thay đổi giá trị vốn hóa chưa chắc phản ánh chính xác sự thay đổi trong vấn đề kiểm soát vốn. Ví dụ, các nhà đầu tư nước ngoài thông thường bị hạn chế đầu tư vào các cổ phiếu ngành ngân hàng, khi ngành này chịu những tác động làm thay đổi giá cổ phiếu sẽ dẫn tới thay đổi trong giá trị vốn hóa thị trường. Khi đó giá trị thị trường vốn thay đổi mà không hề có sự thay đổi trong chính sách kiểm soát vốn của các chính phủ. Để giải quyết vấn đề trên, Edison và Warnock (2003) điều chỉnh công thức tính của chỉ số như sau:

$$FOR_{i,t} = 1 - \frac{MC_{i,t}^{IFCI} / P_{i,t}^{IFCI}}{MC_{i,t}^{IFCG} / P_{i,t}^{IFCG}}$$

Trong đó, P thể hiện chỉ số giá. Thông qua việc điều chỉnh công thức, chỉ số FORU sẽ không chịu ảnh hưởng của các yếu tố tác động bất cân xứng lên giá trị vốn hóa.

**Chỉ số eGlobe:** nhằm đo lường mức độ hội nhập tài chính, Dreher (2006) xây dựng 2 chỉ số như sau: *chỉ số thứ nhất* đo lường dòng

vốn lưu chuyển thực tế, bao gồm hoạt động thương mại, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài và vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (tất cả được đo theo % của GDP). Ngoài ra, chỉ số này còn đưa ra hai biến kiểm soát mức độ một quốc gia sử dụng sức lao động và nguồn vốn nước ngoài trong quá trình sản xuất kinh doanh: tỷ lệ thu nhập trả cho người nước ngoài trên GDP và tỷ lệ vốn nước ngoài trên GDP. *Chỉ số thứ hai* đo lường mức độ chính sách kiểm soát vốn thông qua các chỉ tiêu: các hàng rào thuế quan ẩn, tỷ lệ thuế nhập khẩu trung bình, thuế đánh trên hoạt động thương mại quốc tế và chỉ số kiểm soát tài khoản vốn. Đối với các quốc gia có mức hoạt động thương mại như nhau, quốc gia nào thu được nhiều thuế từ hoạt động thương mại hơn được coi là quốc gia có mức độ hội nhập tài chính thấp hơn. Để tính toán mức độ kiểm soát tài khoản vốn, Dreher (2006) sử dụng nguồn chỉ số sẵn có được xây dựng bởi Gwartney và Lawson (2002), từ đó tác giả kết hợp dữ liệu về dòng vốn lưu chuyển thực tế và mức độ kiểm soát vốn để tính toán ra chỉ số hội nhập tài chính chung.

**BẢNG 2: Hệ thống các chỉ số đo lường mức độ hội nhập thị trường tài chính trên thế giới**

Mã số	Tên gọi	Nhập ngoại tệ			Xuất ngoại tệ			Yếu tố kiểm soát	Mã số	Thời gian	Mô tả chi tiết về chỉ số
		Chỉ số	Chỉ số	Chỉ số	Chỉ số	Chỉ số	Chỉ số				
FDI	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_A	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_B	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_C	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_D	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_E	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_F	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_G	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_H	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_I	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_J	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_K	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_L	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_M	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_N	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_O	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_P	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_Q	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_R	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_S	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_T	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_U	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_V	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_W	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_X	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_Y	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		
FDI_CURR_Z	Driscoll, M.L. & Cullberg, A.	X			1970-2005	100	US	1960-2005	Chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính		

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tự tổng hợp.

## 2. Đo lường mức độ hội nhập thị trường tài chính Việt Nam

Nhằm đánh giá mức độ hội nhập TTTC Việt Nam, nhóm nghiên cứu sử dụng kết hợp hai chỉ số đại diện của hai nhóm chỉ số De Jure và De Facto. Cụ thể, nhóm nghiên cứu lựa chọn sử dụng chỉ số KAOPEN (chỉ số De Jure) và chỉ số TOTAL (chỉ số De Facto), là các chỉ số có mức độ bao phủ lớn – chỉ số thực đo lường mức độ hội nhập tài chính cho một số lượng lớn các quốc gia và được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu cũng như được kế thừa trong quá trình thiết lập của các chỉ số mới sau đó.

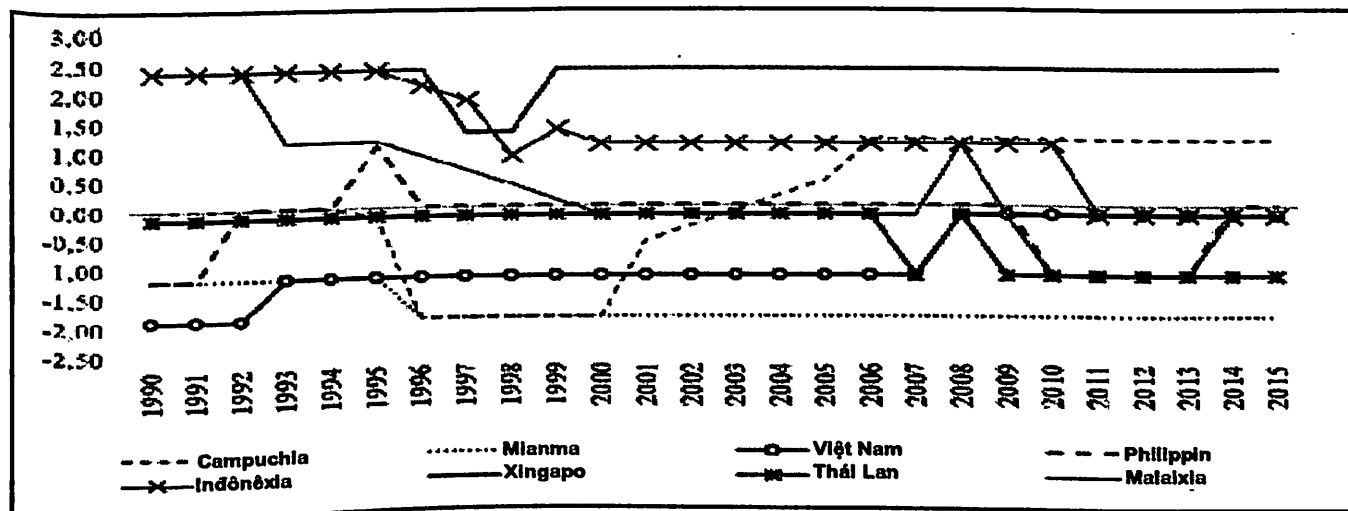
Với chỉ số DeJure - KAOPEN, cấu trúc của chỉ số đòi hỏi mỗi một lần (năm) cập nhật dữ liệu mới thì chỉ số phải được tính toán lại hoàn toàn, sử dụng toàn bộ các biến của 182 quan sát (quốc gia) từ năm 1970 tới thời điểm cập nhật dữ liệu, do đó việc tính toán lại dữ liệu trở nên phức tạp và khó thực hiện, cũng như chỉ số sau mỗi lần cập nhật sẽ sai lệch so với các chỉ số tính toán trước đó. Do đó, nhóm nghiên cứu sử dụng duy nhất bộ chỉ số KAOPEN được Chinn và Ito cập nhật và công bố mới nhất vào năm 2017 để đánh giá mức độ hội nhập thị trường tài chính Việt Nam. Bộ chỉ số KAOPEN năm 2017 đo lường mức độ hội nhập tài chính của 182 quốc gia từ năm 1970 tới năm 2015 và có giá trị từ -1,90 tới 2,37, chỉ số tăng hàm ý quốc gia nghiên cứu đang gia tăng mức độ hội nhập tài chính.

Chỉ số De facto - TOTAL, được Lane, P.R và Milesi-Ferretti, G.M xây dựng, tính toán cho 210 quốc gia trong giai đoạn năm 1970 tới năm 2015 với giá trị chỉ số từ 19,97% tới 39%, tuy nhiên lại không được tác giả công bố. Do đó, để thực hiện đánh giá, so sánh mức độ tài chính đo lường bởi chỉ số De jure – KAOPEN, nhóm nghiên cứu đã kế thừa và tiến hành tính toán chỉ số TOTAL dựa trên nguồn dữ liệu cung cấp trong Cán cân thanh toán (BOP) quốc gia cho 13 quốc gia Châu Á (gồm: Campuchia, Trung Quốc, Ấn Độ, Indônêxia, Nhật Bản, Hàn Quốc, Lào, Malaixia, Mianma, Philippin, Xingapo, và Việt Nam) cho giai đoạn 1996 – 2017.

### 2.1. Mức độ hội nhập thị trường tài chính theo chỉ số KAOPEN

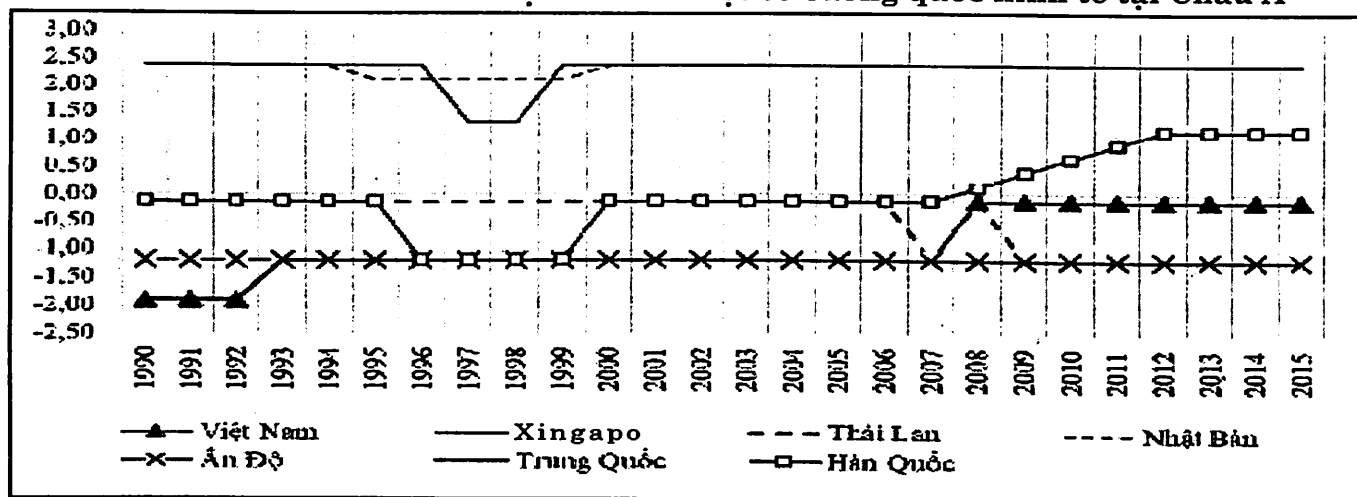
Kết quả đo lường mức độ hội nhập TTTC Việt Nam theo chỉ số KAOPEN được mô phỏng và so sánh với các quốc gia trong khu vực Đông Nam Á và một số quốc gia có TTTC phát triển mạnh tại Châu Á trong biểu đồ 1 và biểu đồ 2. Chỉ số KAOPEN cho thấy, mức độ hội nhập TTTC Việt Nam duy trì xu hướng tăng tích cực trong suốt giai đoạn từ năm 1990 tới năm 2015, thu hẹp dần khoảng cách hội nhập TTTC với các quốc gia khác trong khu vực Đông Nam Á như Indônêxia, Philippin, Xingapo, Malaixia cũng như với Nhật Bản và Hàn Quốc trong khu vực Châu Á.

HÌNH 1: Chỉ số KAOPEN của Việt Nam và một số quốc gia Đông Nam Á



Nguồn: Chinn và Ito (2017).

HÌNH 2: Chỉ số KAOPEN Việt Nam và một số cường quốc kinh tế tại Châu Á



Nguồn: Chinn và Ito (2017)

Bên cạnh đó, chỉ số KAOPEN cũng cho thấy mức độ hội nhập TTTC Việt Nam, sau khi đạt ngưỡng ngang bằng với Ấn Độ, Trung Quốc trong giai đoạn 1993 tới 2007, kể từ năm 2008 đến 2015 đã vượt các quốc gia này, thậm chí vượt cả Thái Lan. Điều này được minh chứng qua các chính sách kịp thời của Chính phủ và Bộ Tài chính hướng tới việc mở cửa TTTC, thu hút nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào thị trường chứng khoán, hợp tác song phương về thương mại, đầu tư, tài chính, tăng cường gắn kết với các nền kinh tế trong khu vực và trên thế giới, đặc biệt là việc Việt Nam tham gia hình thành Khối Cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC) đã góp phần tích cực vào việc gia tăng mức độ hội nhập tài chính của thị trường tài chính Việt Nam. Tuy nhiên, diễn biến chỉ số KAOPEN chưa thể hiện được rõ mức độ hội nhập TTTC của Việt Nam. Cụ thể, chỉ số KAOPEN của Việt Nam chia mức độ hội nhập TTTC thành ba giai đoạn chính: 1990-1992, 1993-2007 và 2008-2015 với mức độ hội nhập của giai đoạn sau cao hơn giai đoạn trước. Theo ý nghĩa và cách thức xây dựng của chỉ số KAOPEN của Chinn và Ito – chỉ số đo lường mức độ hội nhập tài chính quốc gia dựa trên việc nghiên cứu, đánh giá sự xuất hiện hoặc gỡ bỏ các ràng buộc liên quan tới các giao dịch tài chính vào, ra một quốc gia, trong giai đoạn 1993 – 2007 và 2008 – 2015, chỉ số không thay đổi giá trị hàm ý rằng, gần như không có

bất kỳ sự thay đổi nào về mặt chính sách của Chính phủ và các bộ, cơ quan có liên quan, đối với thị trường tài chính nhằm tăng cường hội nhập với các nền kinh tế, tài chính trong khu vực và trên thế giới. Trong khi đó, một loạt các chính sách, các thay đổi về điều luật đã được ban hành và thực hiện trong giai đoạn 1998 – 2015 nhằm tạo điều kiện môi trường pháp lý thuận lợi thu hút sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài và dòng vốn nước ngoài vào TTTC Việt Nam - đơn cử: Quyết định số 145/1999/QĐ-TTg về việc bán vốn của nhà đầu tư nước ngoài; Luật số 18/2000/QH10 sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Đầu tư nước ngoài tại Việt Nam; Quyết định số 36/2003/QĐ-TTg và Quyết định số 88/2009/QĐ-TTg về việc góp vốn, mua cổ phần doanh nghiệp Việt Nam của nhà đầu tư nước ngoài; Nghị định số 01/2014/NĐ-CP về việc nhà đầu tư nước ngoài mua cổ phần các tổ chức tín dụng Việt Nam; Quyết định số 60/2015/NĐ-CP có quy định về việc tăng tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài tại các doanh nghiệp Việt Nam... Thực tế này cho thấy, cần có những thước đo bổ sung khác để đánh giá khách quan hơn mức độ hội nhập TTTC Việt Nam trong thời gian qua.

## 2.2. Mức độ hội nhập thị trường tài chính theo chỉ số TOTAL

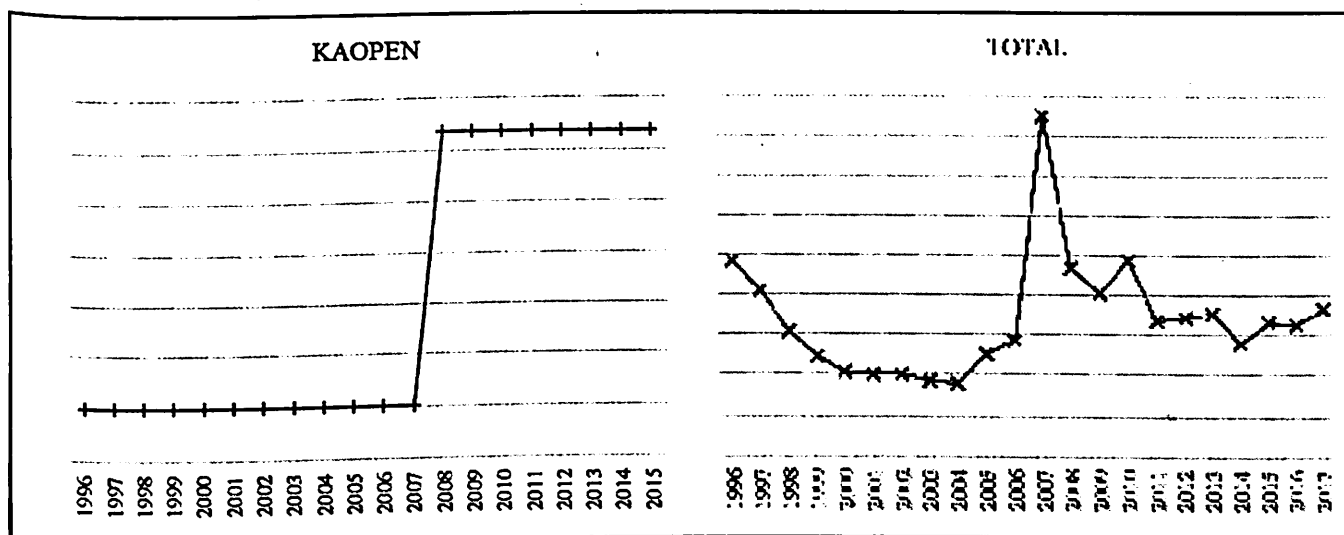
Giá trị chỉ số TOTAL được tính toán bởi nhóm tác giả cho thấy sự thay đổi đáng kể trong mức độ hội nhập TTTC của Việt Nam

## Hệ thống các thước đo ...

qua các năm, thay vì mức độ ổn định trong các giai đoạn tương đối dài được đo lường theo chỉ số De Jure – KAOPEN. Điều này là hợp lý khi chỉ số TOTAL là một trong các thước đo De

Facto, đo lường mức độ hội nhập tài chính quốc gia dựa trên các dòng vốn thực tế vào, ra một quốc gia trong mối tương quan tới sự phát triển kinh tế (GDP).

**HÌNH 3: Mức độ hội nhập thị trường tài chính Việt Nam đo lường theo TOTAL và KAOPEN**



Nguồn: Chinn và Ito (2017) và tính toán của nhóm tác giả.

Theo chỉ số TOTAL, mức độ hội nhập TTTC Việt Nam giai đoạn sau năm 2005 đã có sự gia tăng trở lại sau khủng hoảng tiền tệ Châu Á năm 1997 – sự kiện khiến cho dòng vốn nước ngoài vào Việt Nam bị hạn chế và giảm sút đáng kể. Đặc biệt, mức độ hội nhập TTTC giai đoạn 2007 – 2016 đang duy trì ở mức tương đối cao hơn so với giai đoạn 2000-2006; diễn biến mức độ hội nhập TTTC kể từ năm 2014 tới nay có xu hướng mạnh và dự

báo sẽ tiếp tục cao hơn trong tương lai. Kết quả này phản ánh tương đối chính xác sự thay đổi của các dòng vốn quốc tế vào Việt Nam cũng như hoạt động đầu tư ra nước ngoài của vốn nội địa trước những chính sách hội nhập nền kinh tế nói chung và thị trường tài chính nói riêng của Việt Nam, cũng như việc tham gia các cộng đồng kinh tế, tăng cường hợp tác song phương, đa phương trong quá trình thúc đẩy hội nhập kinh tế, tài chính (bảng 3).

**BẢNG 3: Các cam kết liên quan tới hội nhập thị trường tài chính của Việt Nam**

Khuôn khổ hội nhập	Nội dung
(1) WTO (2007)	Cam kết mở cửa TTTC theo 3 phương thức: (1) cung ứng qua biên giới; (2) tiêu dùng ngoài lãnh thổ; (3) hiện diện thương mại Cam kết trong lĩnh vực tài chính: (1) dịch vụ được cung cấp; (2) hình thức hiện diện thương mại
(2) ASEAN (2008 - 2015)	- Cam kết tự do hóa dịch vụ tài chính - Cam kết tự do hóa tài khoản vốn - Cam kết phát triển thị trường vốn - Cam kết phát triển hệ thống thanh quyết toán
(3) ASEAN +3	Sáng kiến Chiêng Mai (Hội nghị Bộ trưởng tài chính ASEAN +3 tháng 5/2000) (1) Mở rộng Thỏa thuận hoán đổi ASEAN (ASA) cho 10 nước thành viên ASEAN tham gia. (2) Thiết lập một mạng lưới các Thỏa thuận hoán đổi song phương (BSA) và Thỏa thuận mua lại (Repo) giữa các nước ASEAN và ba nước đối tác Nhật Bản, Trung Quốc và Hàn Quốc.

## Hệ thống các thước đo ...

Khuôn khổ hội nhập	Nội dung
(4) APEC	Kế hoạch hành động Cebu (2015 — 2025) (i) Thúc đẩy hội nhập tài chính (ii) Thúc đẩy minh bạch tài khóa (iii) Cải thiện bền vững tài chính (iv) Tăng cường tài chính và phát triển cơ sở hạ tầng
(5) ASEM	Hội nghị Á - Âu là diễn đàn đối thoại, hoạt động hỗ trợ cho các tổ chức hoặc diễn đàn đa phương khác.
(6) Tham gia các Hiệp định tự do thương mại	FTA: Hiệp định thương mại tự do - Việt Nam đã tham gia đàm phán 16 FTA - 10 FTA đã đi vào thực thi: 6 FTA trong khuôn khổ ASEAN; 4 FTA song phương (với Nhật Bản, Chi Lê, Hàn Quốc, Liên minh kinh tế Á - Âu).

*Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp.*

Bên cạnh đó, xem xét chi tiết cấu phần chỉ số TOTAL (bảng 4) cũng có thể thấy được mức độ hội nhập của TTTC thể hiện thông qua giá trị tuyệt đối của các hạng mục đầu tư trực tiếp, đầu tư danh mục không ngừng

tăng lên qua các năm, không chỉ thông qua các nguồn vốn nước ngoài vào Việt Nam (hạng mục nợ) mà còn thông qua các nguồn vốn nội địa đầu tư ra nước ngoài (hạng mục tài sản).

**BẢNG 4: Tài khoản tài chính của Việt Nam, 2002 – 2017 (triệu USD)**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Đầu tư trực tiếp, tài sản	0,0	0,0	0,0	65,0	85,0	184,0	300,0	700,0	900,0	950,0	1200,0	1.956,0	1.150,0	1.100,0	1.000,0	540,0
Cổ phiếu và cổ phần quỹ đầu tư	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Công cụ nợ	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Đầu tư trực tiếp, nợ	1.400,0	1.450,0	1.610,0	1.954,0	2.400,0	6.700,0	9.579,0	7.600,0	8.000,0	7.430,0	8.368,0	8.900,0	9.200,0	11.800,0	12.600,0	14.100,0
Cổ phiếu và cổ phần quỹ đầu tư	...	...	...	1.204,0	1.605,0	6.204,5	8.960,2	6.369,4	7.100,7	5.941,0	6.943,0	6.202,0	7.676,3	10.313,0	...	...
Công cụ nợ	...	...	...	750,0	795,0	495,5	618,8	1.230,6	899,3	1.489,0	1.425,0	2.698,0	1.523,7	1.487,0	...	...
Đầu tư danh mục, tài sản	0,0	1,0	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	199,0	13,0	-348,0	-23,0	-80,0	0,0	0,0	-180,0	0,0
Cổ phiếu và cổ phần quỹ đầu tư	...	...	...	0,0	...	...	...	...	13,0	-348,0	-23,0	-80,0	...	...	...	...
Công cụ nợ	...	...	...	0,0	0,0	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Đầu tư danh mục, nợ	0,0	1,0	6,0	865,0	1.313,0	6.243,0	-578,0	128,0	2.383,0	1.064,0	1.263,0	1.386,0	93,0	-65,0	48,0	1.889,0
Cổ phiếu và cổ phần quỹ đầu tư	...	...	...	115,0	1.313,0	6.243,0	-578,0	128,0	2.383,0	1.064,0	1.263,0	1.270,0	252,0	134,0	...	...
Công cụ nợ	...	...	...	750,0	...	...	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	116,0	-159,0	-199,0	...	...
Phái sinh tài chính	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tài sản	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nợ	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

*Nguồn: Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF, 2018).*

### *Với thị trường tiền tệ - ngân hàng:*

Sau khi gia nhập WTO, khung pháp lý cho hoạt động trong hệ thống ngân hàng từng bước được xây dựng và hoàn thiện với Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và Luật Các tổ chức tín dụng năm 2010. Một số quy định đã được điều chỉnh tuân theo cam kết khi tham gia WTO như: quy định về mức độ sở hữu vốn của các nhà đầu tư nước ngoài trong các ngân hàng thương mại tối đa là 30%; quy định về thành lập ngân hàng 100% vốn nước ngoài; các ngân hàng nước ngoài được hưởng đối xử tối huệ quốc và đối xử quốc gia đầy đủ. Tuy nhiên, chưa có văn bản quy định cụ thể liên quan tới việc mở cửa mạnh theo TPP về tiếp cận thị trường và đầu tư qua biên giới.

Trong khuôn khổ ASEAN, trước khi quá trình hội nhập ngân hàng trong khu vực bắt đầu (năm 2020), để củng cố lại hệ thống ngân hàng, Việt Nam đã thực hiện tái cơ cấu hệ thống các tổ chức tín dụng theo Quyết định 254/QĐ-TTg ngày 1-3-2012 của Thủ tướng Chính phủ về phê duyệt Đề án "Cơ cấu lại hệ thống các tổ chức tín dụng giai đoạn 2011 - 2015". Với cam kết mở cửa ngành dịch vụ ngân hàng trong ASEAN, Việt Nam cho phép ngân hàng thương mại và các công ty tài chính nước ngoài thành lập văn phòng đại diện, liên doanh, công ty 100% vốn đầu tư nước ngoài tại Việt Nam. Với các cam kết tự do hóa tài khoản vốn trong ASEAN, Việt Nam dần gỡ bỏ các quy định hành chính hạn chế sự luân chuyển dòng vốn, tăng cường sử dụng các biện pháp giám sát an toàn vĩ mô. Tháng 8-2016, Thủ tướng Chính phủ đã ra quyết định số 1590/QĐ-TTg phê duyệt đề án định hướng lộ trình tự do hóa giao dịch vốn của Việt Nam.

Dưới tác động của hội nhập, hệ thống ngân hàng thương mại được mở rộng với số lượng chi nhánh ngân hàng nước ngoài và ngân hàng 100% vốn nước ngoài cũng tăng 2 lần trong giai đoạn 2007 - 2017, nâng tỷ trọng của nhóm ngân hàng này trong hệ

thống ngân hàng tăng từ 40,6% (năm 2007) lên 54%, cho thấy sự kỳ vọng của các nhà đầu tư nước ngoài vào hệ thống tài chính của Việt Nam. Theo cam kết hội nhập của Việt Nam, tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa trong các ngân hàng thương mại trong nước là 30%. Cuối năm 2015 đã có 13 ngân hàng chào bán thành công cổ phần cho đối tác nước ngoài đều là các ngân hàng lớn trong khu vực và trên thế giới, trong đó có 2 ngân hàng thương mại nhà nước (Ngân hàng Nhà nước, 2018).

### *Với thị trường chứng khoán:*

Theo cam kết trong WTO, các nhà cung cấp dịch vụ chứng khoán nước ngoài được phép thành lập văn phòng đại diện và liên doanh đến 49% vốn đầu tư nước ngoài từ thời điểm gia nhập, được phép thành lập công ty cung cấp dịch vụ chứng khoán 100% vốn đầu tư nước ngoài sau 5 năm kể từ khi gia nhập, được phép thành lập chi nhánh của công ty cung cấp dịch vụ chứng khoán nước ngoài sau 5 năm đối với một số loại hình - như: quản lý tài sản, thanh toán, tư vấn liên quan đến chứng khoán và cung cấp, trao đổi tài chính. Nhằm thực hiện cam kết, Việt Nam đã thông qua các chính sách mới (Luật Đầu tư, Luật Doanh nghiệp, Luật kinh doanh Bất động sản...) cùng với việc nới rộng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đối với các công ty đại chúng trên thị trường chứng khoán. Quy định nới room được thể hiện ở Nghị định số 58/2012/NĐ-CP ngày 20-7-2012 của Chính phủ, quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Chứng khoán và Luật sửa đổi bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán; Nghị định 60/2015/NĐ-CP ngày 26-6-2015 về việc sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định 58/2012/NĐ-CP. Theo đó, room về tỷ lệ sở hữu nước ngoài trong các công ty chứng khoán sẽ được nới hết cỡ là 100% thay vì 49% như trước đó.

Theo cam kết trong ASEAN về dịch vụ chứng khoán, trong khi các quốc gia khác

chỉ cho phép nhà đầu tư nước ngoài cung cấp dịch vụ chứng khoán được phép thành lập hiện diện thương mại dưới hình thức văn phòng đại diện hoặc liên doanh, Việt Nam cho phép nhà đầu tư nước ngoài được thành lập công ty chứng khoán 100% vốn nước ngoài tại Việt Nam, cho phép thành lập văn phòng đại diện và liên doanh với tỷ lệ góp vốn không quá 49%, giống như cam kết trong WTO. Tuy nhiên, Việt Nam chưa cam kết đối với giao dịch qua tài khoản (kể cả cá nhân và tài khoản khách hàng), chưa cam kết đối với quản lý tài sản, quản lý quỹ.

Thực thi các cam kết hội nhập về dịch vụ chứng khoán giúp tạo ra một thị trường chứng khoán với các dịch vụ tài chính phát triển, minh bạch, tăng hiệu quả hoạt động, mức độ cạnh tranh và tính thanh khoản cho thị trường; hệ thống văn bản pháp lý chung trên thị trường chứng khoán ngày càng được hoàn thiện, từng bước phù hợp với hệ thống luật pháp và thông lệ quốc tế, tạo nền tảng cho thị trường chứng khoán Việt Nam có khả năng hội nhập với các thị trường vốn quốc tế và khu vực.

### *Với thị trường bảo hiểm:*

Khi gia nhập WTO năm 2007, Việt Nam đã cam kết mở cửa thị trường trong các phân ngành dịch vụ bảo hiểm nhân thọ (trừ bảo hiểm y tế), bảo hiểm phi nhân thọ, tái bảo hiểm và nhượng tái bảo hiểm, trung gian bảo hiểm (môi giới bảo hiểm, đại lý bảo hiểm), các dịch vụ hỗ trợ bảo hiểm (tư vấn, dịch vụ tính toán, đánh giá rủi ro và giải quyết bồi thường). Nhà cung cấp dịch vụ bảo hiểm nước ngoài được quyền hiện diện ở Việt Nam dưới các hình thức: văn phòng đại diện (không được phép kinh doanh sinh lời trực tiếp), liên doanh với đối tác Việt Nam, doanh nghiệp 100% vốn nước ngoài, chi nhánh (sau ngày 1-1-2012 và chi nhánh chỉ cung cấp dịch vụ bảo hiểm phi nhân thọ).

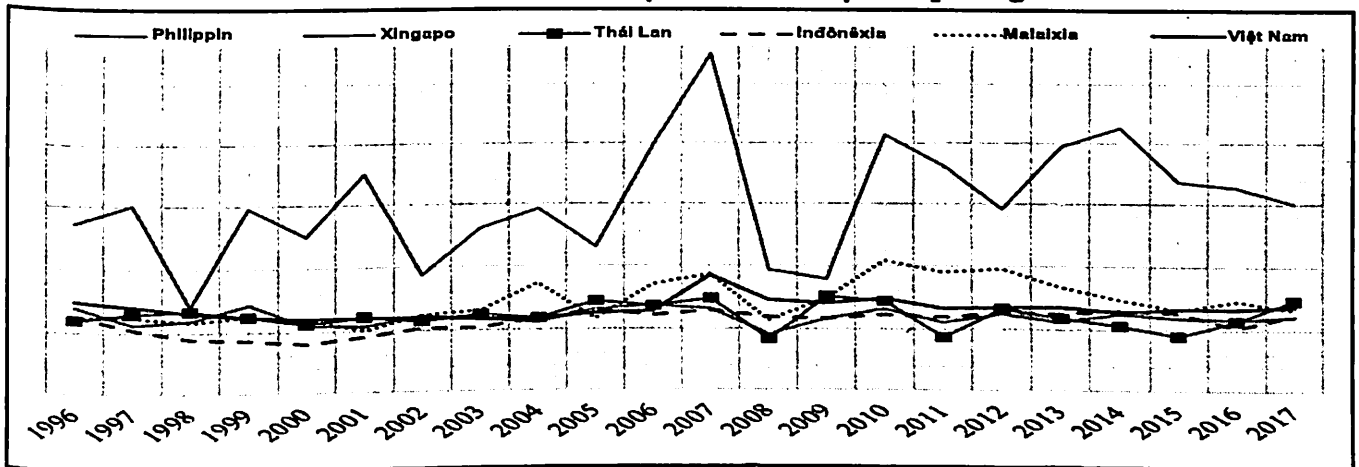
Với các cam kết khi tham gia Cộng đồng kinh tế ASEAN trong lĩnh vực bảo hiểm, Việt Nam cam kết tự do hóa cả 4 phương thức bao gồm: cung cấp dịch vụ qua biên

giới (phương thức 1), tiêu dùng ngoài lãnh thổ (phương thức 2), hiện diện thương mại (phương thức 3), hiện diện thể nhân (phương thức 4). Cam kết mở cửa thị trường bảo hiểm của Việt Nam ở mức độ cao trong các nước ASEAN. Việt Nam cho phép nhà đầu tư nước ngoài cung cấp dịch vụ bảo hiểm qua biên giới với đối tượng sử dụng là công ty có vốn đầu tư nước ngoài, người nước ngoài làm việc tại Việt Nam trong một số lĩnh vực như bảo hiểm vận tải quốc tế, tái bảo hiểm, môi giới bảo hiểm và các dịch vụ phụ trợ; cho phép thành lập công ty bảo hiểm 100% vốn nước ngoài, nhưng không được phép thành lập chi nhánh doanh nghiệp bảo hiểm nhà nước tại Việt Nam trừ chi nhánh bảo hiểm phi nhân thọ. Việt Nam cũng chưa cho phép cung cấp dịch vụ nhượng tái bảo hiểm qua biên giới. Theo đó, số lượng các công ty bảo hiểm có vốn đầu tư nước ngoài tăng gần 2 lần trong giai đoạn 2007 - 2015. Hội nhập FTA sâu rộng đã góp phần tăng quy mô của các doanh nghiệp bảo hiểm nói riêng và thị trường bảo hiểm nói chung. Tính đến cuối năm 2017, với gần 1200 sản phẩm bảo hiểm bán ra thị trường, trong đó có 837 sản phẩm bảo hiểm phi nhân thọ, 352 sản phẩm bảo hiểm nhân thọ, các doanh nghiệp bảo hiểm Việt Nam đã đáp ứng được hầu hết nhu cầu bảo hiểm của các tổ chức, cá nhân tại Việt Nam (Cục quản lý giám sát bảo hiểm, 2018).

Mặc dù mức độ hội nhập thị trường chứng khoán Việt Nam đã có những bước tiến đáng kể cả về yếu tố pháp lý, phát triển thị trường và thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài cũng như khuyến khích đầu tư ra nước ngoài, mức độ hội nhập tài chính của Việt Nam theo thước đo TOTAL, song khi đặt các cấu phần tuyệt đối của thước đo so với GDP, vẫn ở ngưỡng thấp hơn thời điểm thị trường Việt Nam mới mở cửa (1995-1998) và thời điểm bắt đầu gia nhập WTO (2007 - 2008). Biểu đồ 4 cho thấy mức độ hội nhập thị trường chứng khoán Việt Nam chưa tương xứng với quy mô (tăng trưởng kinh tế).

## Hệ thống các thước đo ...

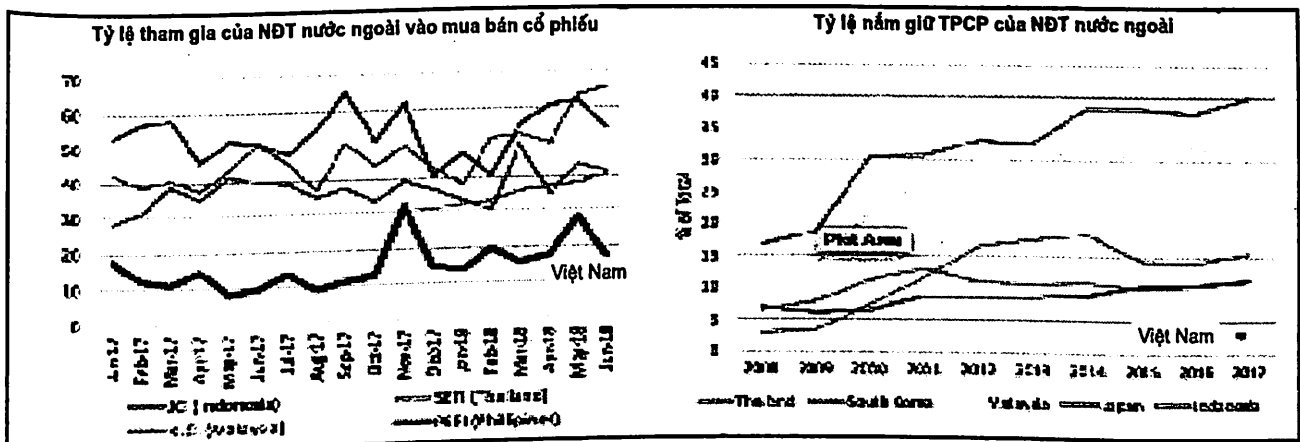
**HÌNH 4: Chỉ số TOTAL của Việt Nam và một số quốc gia Châu Á**



Trên thực tế, tỷ lệ tham gia của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam có xu hướng tăng mạnh, song so với các nước trong khu vực con số này vẫn còn khá khiêm tốn, gần như ở mức thấp nhất so với khu vực - chỉ ở mức hơn 10% trên thị trường trái phiếu và 20% trên thị trường cổ

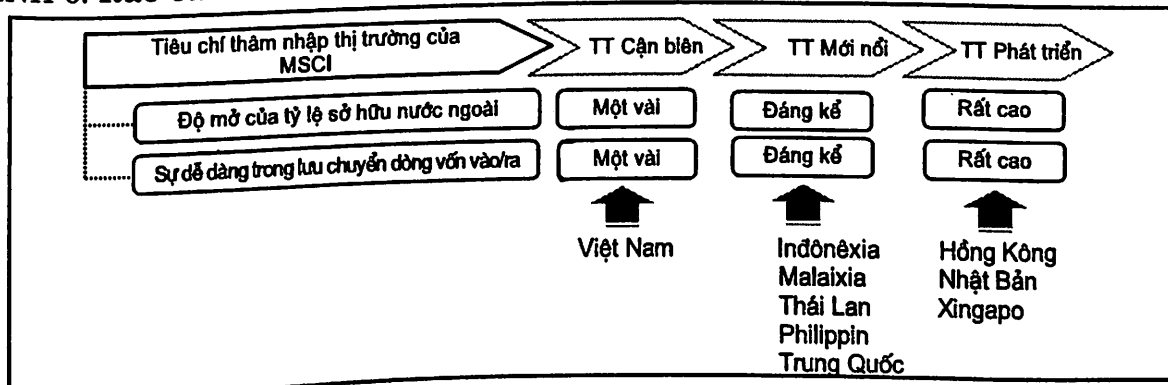
phiếu (biểu đồ 5). MSCI đã chỉ ra, tiêu chí thâm nhập thị trường cho nhà đầu tư nước ngoài là trở ngại lớn nhất trong việc nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam. Các rào cản như chuẩn kế toán, minh bạch hay thanh khoản còn tồn tại - dù không quá khó để thay đổi (Fiachra, 2018).

**HÌNH 5: Sự tham gia của nhà đầu tư nước ngoài trên TTTC Việt Nam**



Nguồn: Trích từ tham luận của Ketut Kusuma tại Vietnam Economic Forum, 2018.

**HÌNH 6: Rào cản nhà đầu tư nước ngoài tham gia thị trường tài chính Việt Nam**

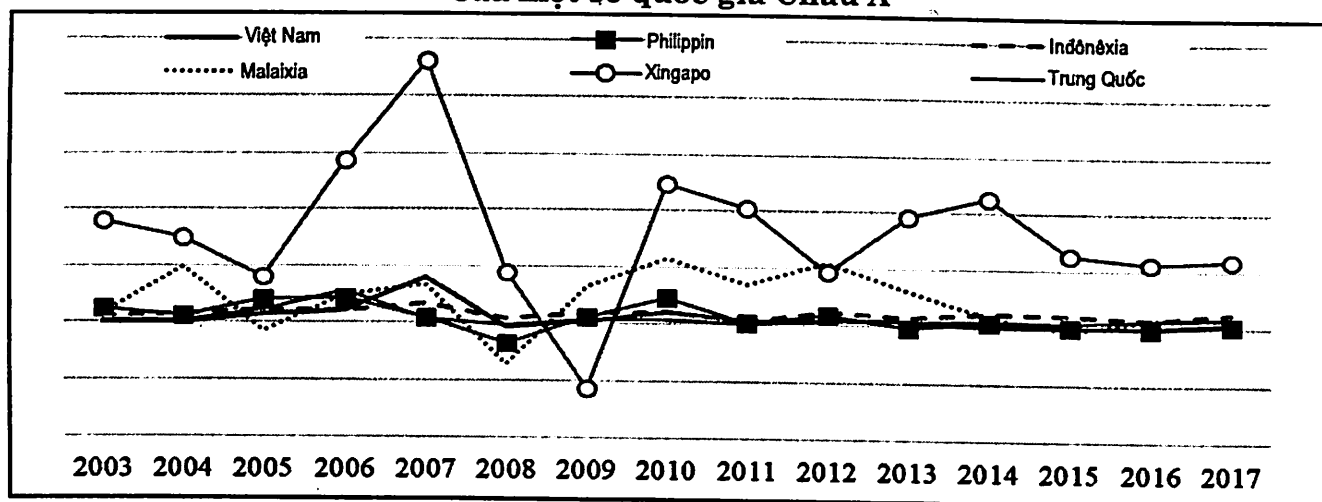


Nguồn: Trích từ tham luận của Fiachra tại Vietnam Economic Forum, 2018.

Hơn nữa, thực tế cũng cho thấy, hạng mục Đầu tư danh mục và Phái sinh tài chính còn tương đối hạn chế so với Đầu tư trực tiếp (biểu đồ 7). Mức độ hội nhập TTTC đo lường theo chỉ số TOTAL của Việt Nam cao hơn một số quốc gia trong khu vực trong thời gian gần đây, do Việt Nam là điểm đến hấp dẫn của vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài và đạt quy mô dòng vốn này tương đối lớn và gia tăng mạnh qua các năm; tuy nhiên nếu tính toán chỉ số TOTAL rút gọn theo hạng mục Đầu tư danh mục và Phái sinh tài chính (bỏ qua vốn đầu tư trực tiếp), mức độ hội nhập tài chính của Việt Nam

lại ở mức thấp so với một số quốc gia khác tại Đông Nam Á - như: Indônêxia, Philippin, Malaixia và Xingapo. Điều này đòi hỏi, Việt Nam cần có chính sách cũng như lộ trình thúc đẩy hội nhập sâu rộng các mảng thị trường của TTTC để khuyến khích các kênh đầu tư vốn nước ngoài thông qua Đầu tư danh mục và Phái sinh tài chính hơn nữa, nhằm chuẩn bị sẵn sàng cho các kế hoạch hội nhập TTTC khi các dòng vốn được tự do luân chuyển giữa các TTTC và sự cạnh tranh TTTC giữa các quốc gia, nhằm thu hút các dòng vốn tiềm năng này càng trở nên mạnh mẽ hơn.

**HÌNH 7: Chỉ số TOTAL rút gọn (đầu tư danh mục và phái sinh tài chính so với GDP) của một số quốc gia Châu Á**



Nguồn: Nhóm tác giả tính toán, tổng hợp.

### 3. Một số khuyến nghị

Theo bảng hệ thống thước đo mức độ hội nhập TTTC hiện nay trên thế giới, Việt Nam hiện được đánh giá và công bố bởi IMF theo hai chỉ số FOI và KAOPEN thuộc nhóm De Jure. Cả hai thước đo này mới chỉ dừng lại ở việc mã hóa giản đơn với biến nhị phân 0 và 1 (chỉ số này nhận giá trị "0" tính tới trước ngày một quốc gia thực hiện việc mở cửa và nhận giá trị "1" khi quốc gia đó đã mở cửa) đối với một sự kiện đầu tiên đánh dấu sự mở cửa của thị trường vốn của một quốc gia, cụ thể đối với các dòng vốn đầu tư từ nước ngoài. Như vậy, chỉ số không phản ánh được chính xác mức độ phát triển hoặc sự thay đổi trong mức độ hội nhập tài chính của từng quốc gia, từ đó dẫn tới các sai số hệ thống

trong ước lượng (Voth, 2013). Chính vì vậy, việc tính toán, kết hợp thêm các chỉ số thuộc nhóm De Factor là cần thiết, nhằm giúp các nhà hoạch định chính sách có cái nhìn tổng thể hơn về tiến trình hội nhập TTTC của Việt Nam. Cụ thể, việc sử dụng chỉ số De Jure sẽ giúp nhà hoạch định chính sách theo dõi, đánh giá hệ thống khung pháp lý hiện đang áp dụng nhằm hướng tới tiến trình hội nhập TTTC sâu rộng và từ đó có những cải cách chính sách phù hợp. Trong khi đó, chỉ số De Facto phản ánh thực trạng hội nhập TTTC thông qua các dòng vốn luân chuyển thực tế vào và ra khỏi nền kinh tế. Do đó đánh giá theo chỉ số De Facto sẽ giúp nhà chính sách xác định được mức độ thực thi cũng như kết quả thực hiện các cam kết, lộ trình hội nhập,

những thách thức, rào cản cũng như điểm nghẽn của quá trình hội nhập.

Kết quả đo lường mức độ hội nhập TTTC Việt Nam theo hai nhóm chỉ số KAOPEN và TOTAL cho thấy, bên cạnh khuôn khổ cũng như khung pháp lý cho quá trình hội nhập TTTC ngày càng được cải thiện đáng kể, nút thắt hiện nay đang tập trung cơ cấu nhà đầu tư nước ngoài trên TTTC Việt Nam còn thấp so với các nước trong khu vực. Kết quả này cũng phù hợp với hiện trạng thị trường chứng khoán hiện nay của Việt Nam. Theo kết quả xét duyệt nâng hạng thị trường mới được FTSE Russell công bố ngày 26-9-2018, Việt Nam đã lọt vào watchlist để xét duyệt nâng hạng lên thị trường mới nổi hạng 2 (Secondary Emerging). Ngoài Việt Nam, còn có Argentina cũng được cho vào Watchlist để nâng hạng lên Secondary Emerging sau khi bị xếp hạng lại thành Frontier market vào tháng 9-2017. Trong 9 tiêu chí chấm điểm của FTSE, cả 3 thị trường Việt Nam, Argentina và Rumania cùng đạt 8 tiêu chí, khác biệt chủ yếu nằm ở tiêu chí thanh khoản. Tổng giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam đạt mức 188 tỷ USD, trong khi Argentina đạt 53 tỷ USD, Rumania chỉ đạt 22 tỷ USD. Thị trường Việt Nam được đánh giá Pass trong khi Argentina vẫn chưa đạt (Not Met) còn Rumania vẫn còn hạn chế (Restricted). Đây có thể coi là một lợi thế lớn của Việt Nam so với hai thị trường còn lại nếu FTSE cần phải chọn lựa giữa các thị trường (Nguyễn Đức Hùng Linh, 2018). Như vậy, bài toán đặt ra là Việt Nam cần phải duy trì và mở rộng hơn nữa quy mô giao dịch, với thêm nhiều lựa chọn cổ phiếu lớn, đặc biệt là gia tăng lượng cổ phiếu mà nhà đầu tư nước ngoài có thể mua. Theo thống kê, tính đến cuối 2017, chỉ có khoảng 20 công ty đại chúng xác định tỷ lệ "room" tối đa là 100%, phần lớn các công ty đại chúng niêm yết trên thị trường chứng khoán vẫn chưa thực hiện xác định lại "room"; tính đến tháng 9-2018, 8 trong tổng số 30 công ty trong rổ VN30 và 9 trong tổng

số 16 ngân hàng niêm yết đã đầy room ngoại (Fiachra, 2018).

Để giải quyết đồng bộ vấn đề tỷ lệ sở hữu nước ngoài, ngoài việc mở rộng thị trường cần kết hợp với củng cố sự ổn định nhằm tạo thêm niềm tin cho nhà đầu tư nước ngoài; xem xét triển khai thêm các sản phẩm, cơ chế giao dịch đặc thù để giải quyết nhu cầu của nhà đầu tư nước ngoài - như chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết (NVDR) hoặc cổ phiếu hạn chế quyền biểu quyết (Restricted Shares). Tuy nhiên, ngoài các chính sách từ cơ quan quản lý, các rào cản trên có được dỡ bỏ hay không còn phụ thuộc vào ý thức của chính các doanh nghiệp, đặc biệt trong vấn đề minh bạch thông tin và quản trị công ty./.

### TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Adam K., Jappelli T., Menichini A., Padula M., Pagano (2002), *Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union*, Center for Studies in Economics and Finance, Department of Economics and Statistics, University of Salerno
2. Baele L., Ferrando A., Hürdahl P., Krylova E. and Monnet, C. (2004), *Measuring Financial Integration in the Euro Area*, European Central Bank Occasional Paper Series No. 14.
3. Brouwer G. (2005), *Monetary and Financial Integration in Asia: Empirical Evidence and Issues*, Asia Economic Cooperation and Integration, Manila: Asia Development Bank.
4. Dooley M.P., D.J. Mathieson, and L. Rojas-Suarez (1997), *Capital Mobility and Exchange Market Intervention in Developing Countries*, IMF Working Paper No. 96/131 (Washington, DC: International Monetary Fund).
5. Dreher A. (2006), *Does Globalization Affect Growth?: Evidence From a New Index of Globalization*, *Applied Economics*, 38, 1091-110.
6. ECB (2006), *Indicators of Financial Integration in the Euro Area*, European Central Bank, ISBN 92-9181-998-0 (online).
7. ECB (2010), *Financial integration in Europe*, Frankfurt am Main: European Central Bank.
8. Edison H.J. & Warnock F. (2003), *A Simple Measure of the Intensity of Capital Controls*, *Journal of Empirical Finance*, Vol. 10, pp. 81-103.

9. Fiachra (2018), Tái cấu trúc thị trường vốn và tài chính Việt Nam, *Hội thảo Vietnam Economic Forum 2018*.
10. Gwartney J. & Lawson R. (2009), *Economic Freedom of the World* (Washington, DC: Cato Institute).
11. Ho, N. W. (2009), *Financial integration: Concepts and impacts*, Macao Monetary Research Bulletin, 10, 69-84.
12. IMF (2018). IMF Database: <https://data.imf.org/>
13. Ketut (2018), Các giải pháp mở rộng thị trường vốn dài hạn cho Việt Nam trong bối cảnh hiện nay, *Hội thảo Vietnam Economic Forum 2018*.
14. Lane P.R & Milesi-Ferretti G.M. (2003), *International Financial Integration*, *IMF Staff Papers*, Vol. 50, Special Issue.
15. Lane P.R. & Milesi-Ferretti G.M. (2006), *The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004*, *IMF Working Paper* No. 06/69.
16. Lane P.R. & Milesi-Ferretti G.M. (2017), *International Financial Integration in the Aftermath of Global Financial Crisis*, *IMF Working Paper* No. 17/115.
17. Piumsombun K. (2013), *Assessing ASEAN Capital Market Integration*. Truy cập từ: [http://studenttheses.cbs.dk/bitstream/handle/10417/4664/klongpaw\\_n\\_piumsombun.pdf?sequence=1](http://studenttheses.cbs.dk/bitstream/handle/10417/4664/klongpaw_n_piumsombun.pdf?sequence=1), ngày 8 tháng 5 năm 2018.
18. Quinn D.P, Schindler M., & Toyoda (2011), *Assessing Measures of Financial Openness and Integration*, *IMF Economic Review*, Vol. 59, No. 3.
19. Quinn D.P., and R. Jacobson (1989), *Industrial Policy through the Restriction of Capital*, *American Journal of Political Science*, Vol. 33, pp. 700—36.
20. Steiner A. C, Saadma T. (2016), *Measuring De Facto Financial Openness: A New Index*. Truy cập: [https://www.econstor.eu/bitstream/10419/145575/1/VfS\\_2016\\_pid\\_6431.pdf](https://www.econstor.eu/bitstream/10419/145575/1/VfS_2016_pid_6431.pdf)
21. Yeyati E.L, Schmukler S., & Horen N.V (2006), *International Financial Integration Through the Law of One Price*, *World Bank Policy Research Working paper* 3897.
22. Chính phủ (2006), *Nghị định 60/2015/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 58/2012/NĐ-CP ngày 20/7/2012 của Chính phủ quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Chứng khoán và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán*.
23. Bộ Công thương (2013), *Báo cáo quốc gia phục vụ rà soát thương mại trong khuôn khổ WTO*, tháng 9-2013.
24. Cục quản lý giám sát bảo hiểm, Bộ Tài chính (2018), *Báo cáo thống kê tổ chức bảo hiểm*, truy cập: [http://www.mof.gov.vn/webcenter/portal/cqlgsbh/r/m/ngttbh?\\_afLoop=47866671211936657#!%40%40%3F\\_afLoop%3D47866671211936657%26centerWidth%3D100%2525%26leftWidth%3D0%2525%26rightWidth%3D0%2525%26showFooter%3Dfalse%26showHeader%3Dfalse%26\\_adf.ctrl-state%3Ddfuejte17\\_61](http://www.mof.gov.vn/webcenter/portal/cqlgsbh/r/m/ngttbh?_afLoop=47866671211936657#!%40%40%3F_afLoop%3D47866671211936657%26centerWidth%3D100%2525%26leftWidth%3D0%2525%26rightWidth%3D0%2525%26showFooter%3Dfalse%26showHeader%3Dfalse%26_adf.ctrl-state%3Ddfuejte17_61)
25. Lê Trung Thành và các cộng sự (2014), *Phát triển thị trường tài chính - tiền tệ Việt Nam*, *Tạp chí Khoa học xã hội Việt Nam*, số 11 (84).
26. Lê Thị Thùy Vân và nhóm nghiên cứu (2015), *Đánh giá tác động của các hiệp định thương mại tự do*, *Tạp chí Kinh tế Tài chính Việt Nam*, số 2, tháng 10-2015.
27. Lưu Đức Huy (2014), *Cơ sở lý luận và thực tiễn hoàn thiện chính sách thuế xuất khẩu, thuế nhập khẩu khi gia nhập WTO*, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp bộ.
28. Nguyễn Việt Lợi (2016), *Tác động của các hiệp định thương mại tự do đến một số lĩnh vực kinh tế - tài chính của Việt Nam*, *Đặc san Đối ngoại của Bộ Tài chính*.
29. Nguyễn Đức Hùng Linh (2018), *Đánh giá việc Việt Nam được vào Watchlist theo kết quả phân loại thị trường FTSE Russell 9-2018*, SSI, truy cập: <http://vgci.com.vn>.
30. Ngân hàng nhà nước (2018), *Danh sách ngân hàng 100% vốn nước ngoài*, truy cập ngày 24/9/2018 [https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/vi/menu/fm/htctctd/nh/nhtm/nhvnnd?DocName=SBV333204&\\_afLoop=1452546524750406#%40%3F\\_afLoop%3D1452546524750406%26centerWidth%3D80%2525%26dDocName%3DSBV333204%26leftWidth%3D20%2525%26rightWidth%3D0%2525%26showFooter%3Dfalse%26showHeader%3Dfalse%26\\_adf.ctrl-state%3Dddaxwfmrk\\_332](https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/vi/menu/fm/htctctd/nh/nhtm/nhvnnd?DocName=SBV333204&_afLoop=1452546524750406#%40%3F_afLoop%3D1452546524750406%26centerWidth%3D80%2525%26dDocName%3DSBV333204%26leftWidth%3D20%2525%26rightWidth%3D0%2525%26showFooter%3Dfalse%26showHeader%3Dfalse%26_adf.ctrl-state%3Dddaxwfmrk_332)
31. Ngân hàng nhà nước (2018), *Danh sách các chi nhánh ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam*, truy cập ngày 24-9-2018, [https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/vi/menu/fm/htctctd/cnnhnn?dDocName=SBV333211&\\_afLoop=1452688298619406#%40%3F\\_afLoop%3D1452688298619406%26centerWidth%3D80%2525%26dDocName%3DSBV333211%26leftWidth%3D20%2525%26rightWidth%3D0%2525%26showFooter%3Dfalse%26showHeader%3Dfalse%26\\_adf.ctrl-state%3Dddaxwfmrk\\_406](https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/vi/menu/fm/htctctd/cnnhnn?dDocName=SBV333211&_afLoop=1452688298619406#%40%3F_afLoop%3D1452688298619406%26centerWidth%3D80%2525%26dDocName%3DSBV333211%26leftWidth%3D20%2525%26rightWidth%3D0%2525%26showFooter%3Dfalse%26showHeader%3Dfalse%26_adf.ctrl-state%3Dddaxwfmrk_406)
32. Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia (2017), *Báo cáo tổng quan thị trường tài chính 2017*, truy cập: [http://www.nfsc.gov.vn/sites/default/files/bao\\_cao\\_tong\\_quan\\_thi\\_truong\\_tai\\_chinh\\_2017.pdf](http://www.nfsc.gov.vn/sites/default/files/bao_cao_tong_quan_thi_truong_tai_chinh_2017.pdf)
33. Ủy ban Thường vụ Quốc hội (2015), *Kết quả quá trình hội nhập kinh tế quốc tế từ khi Việt Nam là thành viên WTO*; <http://www.mof.gov.vn>.
34. Ủy ban Thường vụ Quốc hội (2015), *Kết quả quá trình hội nhập kinh tế quốc tế từ khi Việt Nam là thành viên Tổ chức thương mại thế giới (WTO)*.
35. Vũ Chi Long và Trần Thị Thu Huyền (2016), *Đánh giá 10 năm hội nhập tài chính trong khuôn khổ WTO và những vấn đề đặt ra trong thời gian tới*, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp Bộ của Bộ Tài chính.

Ngày nhận bài: 7-8-2018

Ngày duyệt đăng: 12-9-2018