



QUY MÔ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN, THỊ TRƯỜNG TÍN DỤNG VÀ TƯƠNG TÁC CỦA CHÚNG ĐẾN TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ TẠI CÁC NƯỚC ĐANG PHÁT TRIỂN

Phạm Thị Hồng Vân*

Khoa Tài chính – Kế toán, Trường Đại học Văn Lang

*Người chịu trách nhiệm về bài viết: Phạm Thị Hồng Vân (email: phamthihongvan@vanlanguni.edu.vn)

Thông tin chung:

Ngày nhận bài: 29/11/2018

Ngày nhận bài sửa: 23/01/2019

Ngày duyệt đăng: 28/06/2019

Title:

Stock market and credit market size, and their interaction on economic growth in developing countries

Từ khóa:

Các nước đang phát triển, tăng trưởng kinh tế, quy mô thị trường chứng khoán, thị trường tín dụng

Keywords:

Credit market, developing countries, economic growth, stock market size

ABSTRACT

The two-steps system – GMM estimator with dynamic panel was used in this paper to investigate the effects of stock market and credit market size, and their interaction on economic growth of developing countries over the 2002 – 2017 period. The results showed that stock market and credit market size stimulated growth while their interaction reduced growth. Research also showed that the inflation in developing countries was at a level that promoted the economic growth; simultaneously, technology element, government effectiveness and regulatory quality had positive impacts on growth.

TÓM TẮT

Nghiên cứu nhằm mục đích xem xét tác động giữa quy mô thị trường chứng khoán, thị trường tín dụng và tương tác của chúng đến tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia đang phát triển trong giai đoạn 2002 – 2017 bằng phương pháp S-GMM sai phân hai bước trên mô hình bảng động. Kết quả nghiên cứu cho thấy quy mô thị trường chứng khoán, thị trường tín dụng tác động thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, trong khi tương tác giữa chúng làm giảm tăng trưởng kinh tế. Bên cạnh đó nghiên cứu cũng cho thấy lạm phát tại các quốc gia đang phát triển còn ở mức thúc đẩy tăng trưởng kinh tế; đồng thời, công nghệ, hiệu quả chính phủ và chất lượng luật pháp tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế.

Trích dẫn: Phạm Thị Hồng Vân, 2019. Quy mô thị trường chứng khoán, thị trường tín dụng và tương tác của chúng đến tăng trưởng kinh tế tại các nước đang phát triển. Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ. 55(3D): 158-166.

1 GIỚI THIỆU

Theo các mô hình tăng trưởng kinh tế (Cobb – Douglas, 1928; Solow, 1956; Lucas, 1988) thì vốn, lao động, năng suất các yếu tố tổng hợp (gọi tắt là hiệu suất) là ba yếu tố then chốt cho nguồn lực của sự tăng trưởng kinh tế (TTKT). Thị trường tài chính (TTTC) là nơi huy động vốn và phân phối vốn trong nền kinh tế cho hoạt động đầu tư và tiêu dùng. Qua đó, nền kinh tế được chuyển dịch nguồn vốn từ nơi kém hiệu quả sang nơi hiệu quả hơn, đáp ứng đủ vốn

cho nhu cầu đầu tư và phát triển. Trong đó, hai kênh chủ đạo từ TTTC là thị trường tín dụng (TTTD) cung ứng khoản vốn tín dụng và thị trường chứng khoán (TTCK) chủ yếu là cung ứng khoản vốn chủ sở hữu cho các doanh nghiệp. Điều kiện tiếp cận hai khoản vốn này cũng có nhiều điểm khác biệt về trách nhiệm pháp lý cũng như quyền lực chi phối hoạt động doanh nghiệp. Vì vậy, khi huy động vốn cho hoạt động đầu tư, các doanh nghiệp luôn cân nhắc sự đánh đổi giữa lợi nhuận và rủi ro.

Xu hướng nền kinh tế mở trên phạm vi khu vực và toàn cầu đã giúp cho các doanh nghiệp có điều kiện mở rộng thị trường tiêu thụ sản phẩm, tiếp cận công nghệ mới để gia tăng năng suất sản xuất, đẩy mạnh hoạt động đầu tư. Như vậy, các doanh nghiệp sẽ có sự cạnh tranh trên thương trường về vốn, công nghệ, lao động để tồn tại và phát triển. Qua đó, các doanh nghiệp huy động được nguồn vốn, tiếp cận được công nghệ mới, thu hút được lao động giỏi để đáp ứng cho nhu cầu đầu tư phát triển của doanh nghiệp, góp phần tạo thêm giá trị gia tăng cho nền kinh tế, từ đó thúc đẩy TTKT.

Tuy nhiên, không phải quốc gia nào cũng phát triển đầy đủ cả hai thị trường này. Theo số liệu của ngân hàng thế giới (WB) cập nhật ngày 14/11/2018 thì trong số 66 quốc gia đang phát triển có số liệu tương đối đầy đủ thì chỉ có 36 nước có cả TTĐD và TTCK, còn lại 30 nước chỉ có TTĐD mà không có TTCK. Tại các quốc gia không có TTCK thì nguồn vốn chủ sở hữu không có một thị trường chính thức để hỗ trợ cho việc lưu thông mà chủ yếu được thực hiện trong một phạm vi hữu hạn từ sự thỏa thuận của những người có cùng nhu cầu. Đến nay, có nhiều nghiên cứu tập trung đến tác động đồng thời của cả hai thị trường này đến TTKT qua kênh TTĐD, nhưng còn khá ít nghiên cứu tách riêng hai thị trường này và xem xét tác động của chúng đến tăng trưởng ở dạng đánh đổi hay tác động đồng thời. Ngoài ra, việc xem xét tác động tương tác của hai thị trường này đến TTKT cũng chưa được các nghiên cứu đề cập đến. Vì vậy, nghiên cứu về quy mô TTCK, TTĐD và tương tác của chúng đến TTKT tại các nước đang phát triển sẽ lấp đầy khoảng trống nghiên cứu trong quá khứ. Nghiên cứu này góp phần bổ sung thêm những bằng chứng khoa học, giúp các nước đang phát triển xây dựng được lộ trình và kế hoạch cho sự phát triển hoàn thiện TTĐD của quốc gia, góp phần thúc đẩy TTKT.

2 CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM

2.1 Cơ sở lý thuyết

Hàm sản xuất Cobb – Douglas có 2 nhóm nhân tố quan trọng trong mô hình, một nhóm nhân tố thể hiện nguồn lực tích lũy được về vốn (K), lao động (L) và nhóm thứ hai là phản ánh hiệu suất sử dụng các nguồn lực đó. Giá trị sản lượng đầu ra của một nền kinh tế phụ thuộc vào nguồn lực (vốn và lao động) được sử dụng và hiệu suất sử dụng nguồn lực đó. Nghiên cứu của Lucas (1988) cũng khẳng định TTKT phụ thuộc vào 2 quá trình, bắt đầu đó sự tích lũy (từ tài sản như vốn, lao động, đất đai) và sau đó là đầu tư những tài sản này một cách có năng suất, có hiệu quả thì mới đẩy mạnh TTKT.

Lý thuyết tăng trưởng ngoại sinh Solow cũng khẳng định bình quân giá trị sản lượng/người của một quốc gia phụ thuộc vào yếu tố vốn, lao động và tiến bộ công nghệ. Ở đó vốn, lao động và công nghệ được xem là những yếu tố ngoại sinh được vận hành theo một quy trình: sản xuất tạo ra thu nhập, thu nhập dùng để tiết kiệm và tiêu dùng, tiết kiệm dùng để tài trợ cho đầu tư, đầu tư làm thay đổi trữ lượng vốn, từ đó tác động gia tăng sản lượng sản xuất. Khi tăng tỷ lệ đầu tư (bằng tỷ lệ tiết kiệm) tạo ra mức vốn mới cao hơn sẽ làm tăng giá trị sản lượng hay mức vốn và thu nhập/người trong dài hạn. Ngoài ra, việc thay đổi công nghệ tiến bộ trong sản xuất sẽ tạo nên năng suất cao hơn trên cùng một lượng vốn và lao động được sử dụng, qua đó làm tăng thu nhập bình quân trên đầu người. Như vậy, theo Solow, những yếu tố tác động đến vốn, công nghệ đều làm cho nền kinh tế đạt trạng thái dừng ở mức cao hơn, tức quốc gia đó phát triển hơn.

Lý thuyết tăng trưởng nội sinh (Romer, 1986; Lucas, 1988), chính sách thương mại mở cửa hơn giúp cho quốc gia định hướng sản xuất vào các lĩnh vực kinh tế có tiềm năng phát triển cao hơn. Ở đó, các yếu tố nội sinh được sử dụng hiệu quả hơn nhờ mở cửa thương mại nên quốc gia đó sẽ có tốc độ tăng trưởng cân bằng trong dài hạn nhanh hơn thông qua việc chuyên môn hóa ngày càng tăng và giảm các chi phí yếu tố đầu vào.

Lý thuyết lợi thế cạnh tranh của Ricardo: Theo nội dung lý thuyết này thì ngay cả những nước có lợi thế tuyệt đối hay kém lợi thế so với các nước khác trong sản xuất mọi sản phẩm thì vẫn có lợi khi tham gia vào phân công lao động và thương mại quốc tế, bởi lợi thế so sánh về sản xuất sản phẩm là khác nhau của các quốc gia. Như vậy, mức sản lượng sản xuất và tiêu thụ của thế giới sẽ tăng lên nhờ việc chuyên môn hóa sản xuất và xuất khẩu sản phẩm mà nước đó có lợi thế so sánh. Kết quả là mỗi nước đều có lợi từ thương mại. Do đó, mở cửa thương mại giúp hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp có được thị phần lớn hơn, hoạt động hiệu quả hơn, giá trị các doanh nghiệp gia tăng nhanh hơn, từ đó ảnh hưởng đến sự phát triển của TTCK, thị trường tín dụng, cũng như góp phần thúc đẩy TTKT.

2.2 Các nghiên cứu thực nghiệm

TTCK, TTĐD là hai kênh huy động vốn chủ đạo trong nền kinh tế được tài trợ từ chủ nợ và chủ sở hữu. Các nghiên cứu về tác động của chúng đến TTKT thường được thực hiện thông qua tác động của TTĐD đến TTKT. Bắt đầu từ nghiên cứu của Schumpeter (1911) chỉ ra rằng hệ thống ngân hàng (thực hiện vai trò của TTĐD) là yếu tố quan trọng cho TTKT do vai trò của nó trong việc phân bổ tiết

kiệm, khuyến khích đổi mới và tài trợ đầu tư sản xuất. Những nghiên cứu sau đó, như Goldsmith (1969), McKinnon (1973), và Shaw (1973) đưa ra những bằng chứng về sự phát triển tài chính có tác động tích cực đến TTKT.

Khi nghiên cứu trên từng kênh thì có một số nghiên cứu khẳng định TTTD (thông qua hệ thống ngân hàng) là yếu tố quyết định quan trọng của TTKT, như King và Levine (1993), và Berthelemy và Varoudakis (1996). Đồng thời, kênh phát triển TTCK cũng được Atje và Jovanovic (1993), Levine và Zervos (1996), Andersen và Tarp (2003), và Cooray (2010) phát hiện có liên quan tích cực đến TTKT. Quốc gia có TTCK phát triển sẽ khuyến khích tăng tiết kiệm và giảm chi phí giao dịch (Dicle and Beyhan, 2010), sẽ thúc đẩy TTKT (Seetanah *et al.*, 2012). Ngoài ra cũng có một số nghiên cứu kiểm tra tác động đồng thời của cả hai thị trường lên TTKT. Nghiên cứu của Levine and Zervos (1998), Beck and Levine (2004), Wu *et al.* (2010) và Cheng (2012) cho thấy cả TTCK và TTTD đều có ảnh hưởng tích cực đến TTKT. Mức độ tác động của hai kênh này đến TTKT cũng khác nhau, nghiên cứu của Arestis *et al.* (2001) thì khẳng định mức độ tác động của TTTD là mạnh hơn, trong khi nghiên cứu của Brown (2017) thì khẳng định sự phát triển của TTCK trên những quốc gia có công nghệ cao sẽ dẫn đầu cho sự tăng trưởng của các nền kinh tế tiên tiến.

Nghiên cứu mối quan hệ TTCK và TTKT giữa 2 nhóm quốc gia phát triển và đang phát triển, Harris (1997) tìm thấy mối quan hệ tích cực chỉ tồn tại trong nhóm nước đang phát triển. Sau đó, nghiên cứu của Filer *et al.* (1999) tiến hành so sánh chi phí đối với nguồn vốn tín dụng từ TTCK ở 2 nhóm quốc gia này, kết quả cho thấy nhóm quốc gia phát triển có chi phí vốn rẻ hơn tương đối so với nhóm quốc gia đang phát triển. Điều này là do các tổ chức tài chính gồm TTCK và hệ thống ngân hàng tại các quốc gia này phát triển lâu đời hơn nên tạo nguồn tín dụng sẵn có với chi phí thấp hơn so với nhóm nước đang phát triển. Deb and Mukherjee (2008), Cooray (2010) cũng có đồng quan điểm và chỉ ra rằng những cải thiện về tỷ lệ đầu tư và hiệu quả sử dụng vốn tại các quốc gia đang phát triển thể hiện rõ

nét hơn so với nhóm các quốc gia phát triển. Vì vậy, các quốc gia đang phát triển sẽ được hưởng lợi nhiều hơn từ phát triển khu vực tài chính so với các quốc gia phát triển. Ngoài ra, nghiên cứu của Demirguc-Kunt and Maksimovic (1998) cũng khẳng định rằng những TTCK được xếp hạng cao nhờ những quy định trong nước gần với quy định của quốc tế nên thường thu hút được nguồn vốn nước ngoài đầu tư vào nhiều hơn so với các thị trường khác, qua đó thúc đẩy TTKT nhanh hơn.

Bên cạnh đó, cũng có một số nghiên cứu tìm thấy tác động tiêu cực hoặc không đáng kể của TTTC đến TTKT tại các nước đang phát triển. Như nghiên cứu của Narayan and Narayan (2013) không tìm thấy bằng chứng cho thấy cả lĩnh vực tài chính lẫn lĩnh vực ngân hàng đóng góp vào sự tăng trưởng cho các nước Trung Đông, kết quả của Rioja and Valev (2014) cho thấy TTCK đã không đóng góp vào tăng trưởng ở các nước có thu nhập thấp trong khi các ngân hàng có tác động tích cực đáng kể đến tích lũy vốn. Beck *et al.* (2014) thấy rằng tác động tích cực của TTTC đến TTKT khi TTTC chưa vượt qua ngưỡng, còn vượt ra ngoài ngưỡng đó thì tác động tích cực của tài chính đối với TTKT biến mất.

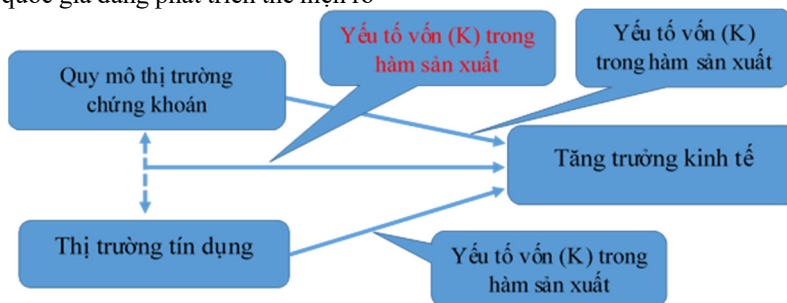
Qua các nghiên cứu trên cho thấy tác động của TTCK, TTTD đến TTKT là còn nhiều tranh luận, phần lớn các nghiên cứu đều khẳng định chiều hướng tác động tích cực ở nhóm nước phát triển, còn nhóm nước đang phát triển thì kết quả còn mơ hồ và không đồng nhất. Đặc biệt là chưa có nghiên cứu nào xem xét đến tác động tương tác của quy mô TTCK và TTTD đến TTKT. Vì vậy, nghiên cứu này sẽ lấp đầy khoảng trống khi trả lời được hai câu hỏi sau:

Quy mô TTCK, TTTD có tác động thúc đẩy TTKT tại các nước đang phát triển không?

Liệu có sự tương tác đồng thời của TTCK và TTTD đến TTKT tại các nước đang phát triển không?

3 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Khung phân tích



Nguồn: Theo quan hệ các nhân tố trong hàm sản xuất Cobb - Douglas

3.1.1 Mô hình nghiên cứu

Theo lý thuyết tăng trưởng ngoại sinh Solow, tăng cường thêm 2 kênh huy động vốn đầu tư từ TTCK và TTTD như nghiên cứu của Durusu-Ciftci *et al.* (2017) để xác định tác động của TTCK và TTTD đến TTKT trong lâu dài. Ngoài các giả định của mô hình Solow, nghiên cứu còn đưa ra một giả định rằng tiết kiệm trong nền kinh tế được tái đầu tư lại qua 2 kênh là TTCK (cung ứng vốn chủ sở hữu) và TTTD (cung cấp vốn vay). Như vậy cơ cấu vốn đầu tư của các doanh nghiệp trong nền kinh tế phù hợp theo sự chi phối của lý thuyết đánh đổi giữa nợ và vốn chủ sở hữu. Theo lý thuyết đánh đổi, nghiên cứu giả định rằng đầu tư được tài trợ bởi chức năng tiết kiệm dạng Cobb-Douglas sau đây, một sự kết hợp của nợ và vốn chủ sở hữu:

$$S_t = SM_t^\theta \cdot CM_t^{1-\theta} \quad 0 < \theta < 1 \quad (1)$$

Trong đó: S_t (Save) là tiết kiệm = đầu tư trong năm t ; SM_t (Stock Market) là lượng vốn huy động từ TTCK và CM_t (Credit Market) là lượng vốn huy động từ TTTD trong năm t ; tham số θ là độ co giãn của tiết kiệm (hay đầu tư) theo nguồn vốn huy động từ TTCK

Theo thời gian, tại thời điểm t , giá trị sản lượng được viết dưới dạng hàm sản xuất Cobb – Douglas:

$$Y_t = A_t \cdot K_t^\alpha \cdot L_t^{1-\alpha} \quad 0 < \alpha < 1 \quad (2)$$

Trong đó, Y_t sản lượng đầu ra, K_t là vốn vật chất, L_t là lực lượng lao động, A_t là tiến bộ công nghệ tổng thể, tham số α biểu thị độ co giãn giá trị sản lượng theo vốn.

Gọi x là tốc độ tăng trưởng của tiến bộ công nghệ tổng thể, n là tỷ lệ tăng dân số trong độ tuổi lao động. Giả sử được duy trì với tốc độ tăng trưởng đều hằng năm nên $A_{t+1} / A_t = (1+x)$ và $L_{t+1} / L_t = (1+n)$. Công nghệ tổng thể (A) và lao động (L) được xem là yếu tố ngoại sinh trong mô hình. Với δ là tỷ lệ khấu hao vốn ổn định qua mỗi năm, $K_{t+1} - K_t$ là vốn tăng thêm trong năm thứ $t+1$, theo Solow

$$K_{t+1} - K_t = S_t - \delta \cdot K_t \quad (3)$$

Vì toàn bộ tiết kiệm trong năm t được dùng để đầu tư, theo (1), phương trình cơ bản của tăng trưởng trở thành:

$$K_{t+1} - K_t = SM_t^\theta \cdot CM_t^{1-\theta} - \delta \cdot K_t \quad (4)$$

Đặt $SM_t/Y_t = ssm$, $CM_t/Y_t = scm$ là không thay đổi, biến đổi (4) được kết quả:

$$K_{t+1} - K_t = (ssm)^\theta \cdot (scm)^{1-\theta} \cdot K_t^\alpha \cdot (A_t \cdot L_t)^{1-\alpha} - \delta \cdot K_t \quad (5)$$

Gọi: k_t là mức vốn hiệu quả cho mỗi lao động, $k_t = K_t / A_t \cdot L_t$

y_t là giá trị sản lượng đầu ra hiệu quả cho mỗi lao động, $y_t = Y_t / A_t \cdot L_t$

Viết lại thành phương trình cơ bản của tăng trưởng hiệu quả trên mỗi lao động là:

$$(1+n) \cdot (1+x) k_{t+1} - k_t = (ssm)^\theta \cdot (scm)^{1-\theta} \cdot k_t^\alpha - \delta \cdot k_t \quad (6)$$

Chuyển từ trạng thái bền vững của sản lượng đầu ra hiệu quả cho mỗi lao động sang trạng thái sản lượng đầu ra trên mỗi đầu người, lấy logarit thập phân 2 vế, phương trình (6) được viết lại:

$$Lg(y_{it}) = \beta_0 + \beta_1 \cdot Lg(ssm_{it}) + \beta_2 \cdot Lg(scm_{it}) + \beta_3 \cdot Lg\{n + \delta + (1+n)x\} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

(7) là mô hình lý thuyết của nghiên cứu phản ánh tác động của TTCK, TTTD đến TTKT theo nghiên cứu của Durusu-Ciftci *et al.* (2017). Trong đó, hệ số $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ đo lường tác động của TTCK, TTTD, tỷ lệ tăng trưởng của dân số trong độ tuổi lao động, khấu hao, tiến bộ công nghệ đến thu nhập bình quân đầu người. Chỉ số i là quốc gia, t là năm nghiên cứu. Các biến được xác định dưới dạng logarit thập phân.

Tuy nhiên, để đạt được mục tiêu xem xét tác động của TTCK và TTTD đến TTKT là tác động đánh đổi hay tác động tương tác, nên mô hình nghiên cứu (7) được bổ sung thêm biến tương tác của TTCK và TTTD. Bên cạnh đó, các yếu tố về tăng trưởng lao động, khấu hao, tiến bộ công nghệ sẽ được đo lường qua các biến đại diện. Tỷ lệ khấu hao vốn được đo lường thay thế bằng tỷ lệ lạm phát, bù đắp cho sự mất giá của vốn qua thời gian sử dụng. Tỷ lệ tăng trưởng lao động được thay thế bằng tỷ lệ dân số trong độ tuổi lao động so với tổng số dân, tiến bộ khoa học công nghệ là một phạm vi rộng nên nghiên cứu chỉ xem xét ở mức độ chia sẻ thông tin và kinh nghiệm trong cộng đồng. Nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu tỷ lệ người lao động sử dụng mạng di động làm đại lượng đại diện yếu tố công nghệ trang bị cho người lao động thay thế cho cả yếu tố lao động và công nghệ.

Theo lý thuyết tăng trưởng ngoại sinh và lý thuyết lợi thế cạnh tranh của Ricardo (1817) thì mở cửa thương mại là điều kiện cần thiết cho quá trình chuyển giao công nghệ, tiếp nhận đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) từ nước phát triển sang nước kém phát triển hơn, đồng thời cũng tạo điều kiện cho các quốc gia tận dụng lợi thế cạnh tranh của mình để tối đa hóa sản xuất và thương mại, nhờ thế tác động đến TTKT. Vì vậy, trong nghiên cứu này bổ sung thêm những biến kiểm soát khác như độ mở cửa thương mại, FDI thể hiện đặc trưng của nền kinh tế mở; lạm phát đại diện cho sự ổn định kinh tế vĩ mô, phản ánh sự thay đổi giá trị của vốn theo thời gian. Theo nghiên cứu của Vinayagathan (2013) ở các nước Châu Á, tồn tại điểm ngưỡng dưới của lạm phát, khi

lạm phát vượt qua mức 5,43% thì tác động tích cực đến TTKT, còn dưới mức này sẽ không tác động đến TTKT. Bên cạnh đó, để giảm các sai số của mô hình do yếu tố đặc trưng từ các quốc gia đang phát triển có thể chế chính trị không tương đồng nên nghiên cứu có bổ sung thêm các biến về hiệu quả chính phủ và chất lượng luật pháp. Ngoài ra, trong dài hạn, theo lý thuyết hội tụ của Barro *et al.* (1991), Tondl (2001) thì GDP bình quân đầu người giữa các quốc gia trong dài hạn có hội tụ nên GDP bình quân đầu người của năm trước có tác động đến GDP bình quân đầu người năm sau.

Từ những lập luận trên, mô hình nghiên cứu thực nghiệm có dạng:

$$\text{Lg}(y_{it}) = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Lg}(\text{ssm}_{it}) + \beta_2 \cdot \text{Lg}(\text{scm}_{it}) + \beta_3 \cdot \text{Lg}(\text{ssm}_{it}) \cdot \text{Lg}(\text{scm}_{it}) + \beta_4 \cdot \text{Lg}(\text{tech}_{it}) + \beta_5 \cdot \text{Lg}(\text{to}_{it}) + \beta_6 \cdot \text{Lg}(y_{it-1}) + \beta_i \cdot Z_{it} + u_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Trong đó:

y_{it} : Biến TTKT được xác định bằng GDP bình quân đầu người của quốc gia i trong năm thứ t

ssm_{it} : Biến quy mô TTCK, xác định bằng tỷ lệ vốn hóa TTCK so với GDP

scm_{it} : Biến TTTD, xác định bằng tỷ lệ vốn tín dụng cung cấp cho tư nhân bởi bộ phận tài chính so với GDP

to_{it} : Biến độ mở thương mại, xác định bằng tỷ lệ giá trị xuất nhập khẩu so với GDP

tech_{it} : Biến công nghệ trang bị cho người lao động, đo lường tỷ lệ người lao động sử dụng mạng di động. Biến tech được xác định từ hai giá trị trung gian được cung cấp bởi WB trong bộ chỉ số phát triển. ($\text{tech} = \text{Tỷ lệ dân số sử dụng mạng di động} / \text{Tỷ lệ dân số trong độ tuổi lao động}$).

Z_{it} là biến kiểm soát được bổ sung thêm vào nghiên cứu

Inf : Tỷ lệ lạm phát đo lường bằng chỉ số giá tiêu dùng so với GDP

Fdi : Tỷ lệ vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) so với GDP

$\text{Gov} - \text{eff}$: Hiệu quả chính phủ. Chỉ số này được cung cấp bởi WB trong bộ dữ liệu các chỉ số quản trị công. Theo WB, chỉ tiêu hiệu quả chính phủ phản ánh chất lượng dịch vụ công cũng như việc xây dựng và cam kết thực thi chính sách của chính phủ

$\text{Regu} - \text{qua}$: Chất lượng luật pháp. Chỉ số này được cung cấp bởi WB trong bộ dữ liệu các chỉ số quản trị công. Theo WB, chỉ tiêu chất lượng luật

pháp phản ánh việc xây dựng và thực thi các chính sách hỗ trợ phát triển khu vực tư nhân.

3.2 Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu là bộ dữ liệu bảng của 36 nước đang phát triển có TTCK hoạt động trong 16 năm (2002 – 2017) được trích xuất từ WB (cập nhật ngày 14/11/2018). Trong bộ dữ liệu có 576 quan sát cho các biến đầy đủ như GDP bình quân đầu người, hiệu quả chính phủ, chất lượng luật pháp. Tuy nhiên, cũng có một số biến không đủ 576 quan sát, như biến về quy mô TTCK, TTTD, lạm phát. Với các biến không đủ quan sát, quốc gia nào có ít hơn 9 quan sát trong giai đoạn nghiên cứu 16 năm thì không được chọn.

Nghiên cứu sử dụng phần mềm STATA 14 để tiến hành phân tích tương quan giữa các biến, xây dựng mô hình hồi quy và kiểm định mô hình. Với mô hình nghiên cứu (8) có hiện tượng nội sinh là biến trễ của biến phụ thuộc, mẫu dữ liệu có khoảng thời gian nghiên cứu ($T=16$) ngắn hơn số nhóm ($N=36$) nên phù hợp với việc sử dụng biến trễ của biến bị nội sinh làm biến công cụ, tức sử dụng phương pháp S-GMM (Blundell and Bond, 1998) sai phân hai bước trên mô hình bảng động. So với các mô hình hồi quy trên bảng tĩnh, như OLS, FEM, REM thì phương pháp GMM xử lý được hiện tượng nội sinh, phương sai thay đổi và tự tương quan.

Phương pháp GMM được xem là phù hợp khi thỏa mãn 2 điều kiện:

(1) Tồn tại các hạn chế về giới hạn quá mức, tức xác định tính phù hợp của biến công cụ, kiểm định sự không tồn tại mối tương quan giữa biến công cụ và sai số;

(2) Không tồn tại hiện tượng tự tương quan bậc hai – AR (2) trong sai phân bậc nhất – AR (1).

Để kiểm định tính phù hợp của mô hình GMM, nghiên cứu sử dụng kiểm định Sargan hoặc Hansen về giới hạn xác định quá mức và kiểm định Arellano – Bond về hiện tượng tự tương quan.

4 KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

4.1 Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Kết quả thống kê mô tả được thể hiện trong Bảng 1 cho biết số quan sát, giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị lớn nhất, giá trị nhỏ nhất của từng biến trong mô hình. Trong đó, biến quy mô TTCK, TTTD, biến độ mở thương mại, biến lạm phát có thiếu một số quan sát ở vài quốc gia nhưng dữ liệu bảng cũng được xem là cân bằng.

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
GDP bình quân đầu người (USD)	576	7.017,266	7.501,193	395,849	45.759,9
ssm (%)	501	51,2281	48,91466	3,85586	352,292
scm (%)	554	74,14823	42,93809	0,523787	215,238
to (%)	570	80,22492	39,86448	20,7225	210,374
ssm.scm (%)	480	49,88152	80,18606	0,359069	567,9567
tech (%)	572	133,3665	73,79365	1,33545	363,48
Inf (%)	562	5,81279	5,072771	-3,749145	44,96412
Gov_eff	576	0,0105408	0,5069733	-1,214644	1,509872
Regu_qua	576	0,0287064	0,5751923	-1,72011	1,538509

Hệ số tương quan giữa các biến được mô tả trong Bảng 2 cho biết mức độ tương quan giữa các biến trong mô hình. Kết quả cho thấy cặp biến hiệu quả chính phủ (Gov_eff) và biến chất lượng luật pháp (Regu_qua) là có tương quan cao (0,8109); biến tương tác có tương quan mạnh với các biến thành

phần (0,894 và 0,7866). Ngoài ra, cặp biến này (Gov_eff và Regu_qua) cũng có hệ số tương quan khá cao với một số biến giải thích còn lại. Điều này cho thấy hiệu quả chính phủ và chất lượng luật pháp là có liên quan đến hầu hết các nguồn lực phát triển kinh tế. Vì vậy, trong mô hình nghiên cứu có hiện tượng tương quan ở một số biến độc lập.

Bảng 2a: Ma trận tương quan giữa các biến

(giữa biến độc lập và biến phụ thuộc)

	Lg_gdp	Lg_ssm	Lg_scm	Lg_ssm*scm	Lg_to
Lg_gdp	1,0000				
Lg_ssm	0,2425***	1,0000			
Lg_scm	0,1857***	0,4770***	1,000		
Lg_ssm.scm	0,2515***	0,8940***	0,7866***	1,000	
Lg_to	0,3162***	0,1431***	0,2789***	0,2152***	1,0000

Bảng 2b: Ma trận tương quan giữa các biến

(giữa biến độc lập, biến phụ thuộc với biến kiểm soát)

	Fdi	Inf	Gov_eff	Regu_qua
Lg_gdp	0,2799**	-0,3292***	0,6044***	0,6839***
Lg_ssm	0,0265	-0,4275***	0,5301***	0,4448***
Lg_scm	0,1194**	-0,3465***	0,4600***	0,2426***
Lg_ssm.scm	0,0667	-0,4391***	0,5653***	0,4064***
Lg_to	0,4048***	-0,3541***	0,5233***	0,4630***
Lg_tech	0,1349**	-0,1924***	0,3045***	0,2654***
Fdi	1,0000	-0,1116**	0,1617***	0,2834***
Inf	-0,1116**	1,0000	-0,5165***	-0,4848***
Gov_eff	0,1617***	-0,5165***	1,0000	0,8109***
Regu_qua	0,2834**	-0,4848***	0,8109**	1,0000

4.2 Kết quả hồi quy của mô hình

Mô hình nghiên cứu (8) cho thấy có hiện tượng nội sinh trong mô hình, kiểm tra tự tương quan cũng cho thấy có hiện tượng tương quan. Vì vậy, áp dụng phương pháp ước lượng S-GMM sai phân hai bước

với biến nội sinh là biến trễ bậc 1 của tăng trưởng để xử lý triệt để hiện tượng nội sinh và tương quan. Kết quả hồi quy được trình bày trong Bảng 3, với giá trị trong ngoặc đơn là độ lệch chuẩn, ký hiệu *** là mức ý nghĩa 1%, ký hiệu ** là mức ý nghĩa 5%.

Bảng 3: Kết quả ước lượng S-GMM

Biến	Mô hình (a) (Có fdi)	Mô hình (b) (Không có fdi)
Fdi	0,0087*** (0,0031)	
Lg-ssm	2,1809** (1,0083)	2,2467** (1,0865)
Lg_scm	2,1368** (0,9696)	2,2018** (1,0481)
Lg_ssm.scm	-1,4637*** (0,5493)	-1,4941** (0,5958)
Lg_to	-1,3085*** (0,2255)	-1,1491*** (0,2125)
Lg_tech	0,4198*** (0,0510)	0,4054*** (0,0534)
Inf	0,0145*** (0,0031)	0,0154*** (0,0037)
Gov_eff	1,0532*** (0,1221)	0,9162*** (0,1087)
Regu_qua	0,3217*** (0,0995)	0,4127*** (0,1047)
Const	1,9806 (1,7076)	1,6041 (0,353)
Biến công cụ	33	32
Số quốc gia/Quan sát	36/442	36/442
Kiểm định Arellano – Bond AR(2)	0,316	0,208
Hansen Test về tính phù hợp biến công cụ	0,168	0,164
Hansen Test về biến ngoại sinh làm biến công cụ	0,198	0,204
Hansen Test về sự không tồn tại mối tương quan giữa biến công cụ và sai số	0,358	0,348

Kết quả ước lượng cho thấy các biến trong mô hình đều có ý nghĩa thống kê (có p_value < 5%) cho cả mô hình (a) và mô hình (b) khi xem xét có hay không có nguồn vốn FDI. Các kết quả kiểm định về sự phù hợp của biến công cụ có giá trị Pro. đều lớn hơn mức ý nghĩa 5% cho thấy mô hình là phù hợp, các giá trị ước lượng là đáng tin cậy. Chiều hướng tác động của các nhân tố đến TTKT trong cả hai mô hình (a) và (b) là giống nhau cho dù có bổ sung hay không bổ sung nguồn vốn FDI. Trong đó, quy mô TTCK và TTTD có tác động thúc đẩy TTKT nhưng tương tác đồng thời cả hai thị trường này lại có tác động hạn chế TTKT. Bên cạnh đó, độ mở thương mại cũng có tác động hạn chế TTKT tại các nước đang phát triển trong giai đoạn 2002 – 2017. Ngoài ra, vốn FDI, trình độ công nghệ, lạm phát, hiệu quả chính phủ và chất lượng luật pháp đều có tác động thúc đẩy TTKT tại các nước đang phát triển.

Khi mở cửa kinh tế, các quốc gia đang phát triển có điều kiện mở rộng thị trường tiêu thụ sản phẩm, tiếp nhận đầu tư nước ngoài nên bổ sung thêm nguồn vốn và công nghệ. Qua đó, họ đẩy mạnh kênh phân phối và lưu thông hàng hóa trong và ngoài nước nên đã phát triển hoạt động sản xuất kinh doanh trong nước. Các doanh nghiệp mở rộng đầu tư, huy động

vốn trong TTTC qua hai kênh TTCK và TTTD. Vì vậy, cả hai thị trường này có tác động thúc đẩy TTKT, tương đồng với kết quả nghiên cứu về tác động tích cực của TTCK, TTTD đến TTKT của Levine and Zervos (1998), Beck and Levine (2004), Wu *et al.* (2010) và Cheng (2012).

Tuy nhiên, khi có đầy đủ cả hai TTCK và TTTD cung ứng vốn cho nền kinh tế thì dẫn đến một tương tác tiêu cực, tương tác này làm cản trở TTKT. Điều này cho thấy đã có một sự khai thác không hiệu quả ở hai thị trường này. Trong khoảng thời gian nghiên cứu (2002 – 2017), xảy ra khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, mới phục hồi kinh tế từ năm 2012. Vì vậy những khoản vốn được cung ứng từ TTTD trong khoảng thời gian khủng hoảng tài chính thường rơi vào tình trạng nợ xấu, khó thu hồi. Bắt đầu từ sự khủng hoảng của TTTC do phát triển quá mức của TTTD kéo theo bùng nổ thị trường bất động sản (Virtanen *et al.*, 2018). Lý giải hiệu ứng tiêu cực này là sự phát triển quá mức của TTTD trong giai đoạn khủng hoảng tài chính (2008 - 2012) dẫn đến TTCK bị giảm sâu. Các doanh nghiệp đã đầu tư ồ ạt trong giai đoạn này, chủ yếu là thị trường bất động sản gây nên tình trạng bong bóng bất động sản nhưng sau đó khó tìm được thị trường tiêu thụ

sản phẩm do lượng cung quá mức. Từ thị trường bất động sản lan tỏa sang các thị trường hàng hóa khác làm cho khối lượng hàng hóa xuất nhập khẩu giảm. Theo Veld *et al.* (2011), sự bùng nổ của TTCK và bong bóng nhà ở là nguyên nhân quan trọng gây nên sự suy thoái kinh tế Mỹ trong năm 2008 - 2009. Kết quả tác động kép của TTCK và TTTD làm cản trở sự phát triển kinh tế do kênh thương mại đã truyền dẫn khủng hoảng kinh tế từ các nền kinh tế tiên tiến sang các nước đang phát triển (Cömert and Ugurlu, 2015).

Các biến kiểm soát của mô hình, như biến công nghệ, lạm phát, hiệu quả chính phủ và chất lượng luật pháp đều tác động tích cực đến TTKT. Điều này cho thấy môi trường kinh tế vĩ mô ổn định, mở cửa kinh tế là điều kiện xúc tác để TTKT.

5 KẾT LUẬN

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy quy mô TTCK và TTTD không có tác động đánh đổi mà tác động đồng thời lên TTKT. Nguồn vốn từ hai thị trường này có tác động thúc đẩy TTKT, nhưng khi chúng tương tác lại gây ra hiệu ứng tiêu cực do việc khai thác và sử dụng không hiệu quả các nguồn vốn này. Việc bổ sung nguồn vốn FDI làm giảm bớt tác động (các hệ số giảm) của thị trường vốn trong nước lên TTKT. Với nguồn vốn từ TTCK chủ yếu được tài trợ từ chủ sở hữu sẽ an toàn hơn nhưng phải chấp nhận chi phí sử dụng vốn cao nên hạn chế lợi nhuận của doanh nghiệp, trong khi nguồn vốn từ TTTD thì được tài trợ từ nợ sẽ rủi ro cao hơn nhưng chi phí vốn thấp nên khuếch đại lợi nhuận. Vì vậy, tại các quốc gia đang phát triển, việc khai thác đồng thời các nguồn vốn trên TTTC phải quan tâm đến hiệu quả của chúng để hạn chế những hiệu ứng tiêu cực do tác động đồng thời của hai thị trường này lên TTKT (Narayan and Narayan, 2013; Beck *et al.*, 2014).

Mở cửa kinh tế là điều kiện xúc tác để TTKT, các quốc gia mở rộng thị trường tiêu thụ sản phẩm, tăng cường đầu tư. Việc ổn định môi trường đầu tư về chất lượng luật pháp, hiệu quả chính phủ, kiểm chế lạm phát sẽ là điều kiện hỗ trợ cho việc TTKT. Mở cửa thương mại cũng là điều kiện để các nước đang phát triển nhận chuyển giao công nghệ, tăng cường hiệu quả sản xuất, góp phần TTKT. Tuy nhiên, việc chuyển dịch cơ cấu kinh tế từ thâm dụng lao động sang thâm dụng công nghệ sẽ là hướng phát triển bền vững góp phần TTKT cho các nước đang phát triển trong điều kiện cạnh tranh toàn cầu. Trong khoảng thời gian nghiên cứu của mẫu thì độ mở thương mại có tác động tiêu cực đến TTKT, như nghiên cứu của Ulaşan (2015), Trejos and Barboza (2015), Rodrigue and Rodrik (1999); điều này cho thấy giá trị xuất nhập các nước đang phát triển còn

thấp, chưa đủ để kích thích TTKT. Để gia tăng giá trị xuất nhập khẩu trong tương lai, các nước đang phát triển cần đầu tư thêm yếu tố công nghệ trong lĩnh vực xúc tiến thương mại, chuyển dịch cơ cấu kinh tế, góp phần TTKT.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Andersen, T.B., and Tarp, F., 2003. Financial liberalization, financial and economic growth in LDCs. *Journal of International Development*, 15(2): 189–209.
- Arestis, P., Demetriades, P.O., and Luintel, K. B., 2001. Financial development and economic growth: the role of stock markets. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 33: 16–41.
- Atje, R., and Jovanovic, B., 1993. Stock markets and development. *European Economic Review*, 37(2-3): 632–640.
- Barro, R. J., Sala-I-Martin, X., Blanchard, O. J., and Hall, R. E., 1991. Convergence across states and regions. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 107–182.
- Beck, T., and Levine, R., 2004. Stock markets, banks, and growth: panel evidence. *Journal of Banking and Finance*, 28: 423–442.
- Berthelemy, J., and Varoudakis, A., 1996. Economic growth, convergence clubs, and the role of financial development. *Oxford Economic Papers*, 48: 300–328.
- Blundell, R., and Bond, S., 1998. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1): 115–143.
- Brown, J. R., Martinsson, G., and Petersen, B. C., 2017. Stock markets, credit markets, and technology – led growth. *Journal of Financial Intermediation*, 32: 45–59.
- Cheng, S., 2012. Substitution or complementary effects between banking and stock markets: Evidence from financial openness in Taiwan. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 22: 508–520.
- Cobb, C. W., and Douglas, P. H., 1928. A Theory of Production. *American Economic Review*, 18 : 139–165.
- Cömert, H., and Ugurlu, E. N., 2015. The Impacts of the 2008 Global Financial Crisis on Developing Countries: The case of the 15 most affected countries. *IDEAs Working Papers Series 3/2015*. Economics Research Center (ERC), 39 pages.
- Cooray, A., 2010. Do Stock Markets Lead to Economic Growth?. *Journal of Policy Modeling*, 32: 448–460.
- Deb, S. G., and Mukherjee, J., 2008. Does stock market development cause economic growth? A time series analysis for Indian economy. *International Research Journal of Finance and Economics*, 21(3): 142–149.

- Demirguc-Kunt, A., and Maksimovic, V., 1998. Law, finance, and firm growth. *Journal of Finance*, 53(6): 2107–2139.
- Dicle, M. F., Beyhan, A., and Yao, L. J., 2010. Market efficiency and international diversification: Evidence from India. *International Review of Economics & Finance*, 19(2): 313–339.
- Durusu-Ciftci, D., Ispir, M S., and Yetkiner, H., 2017. Financial Development and Economic Growth: Some Theory and More Evidence. *Journal of Policy Modeling*, 39(2): 290–306.
- Filer, R.K., Hanousek, J., and Campos, N.F., 1999. Do stock markets promote economic growth? Working Paper No. 267, William Davidson Institute. University of Michigan, 22 pp.
- Goldsmith, R. W., 1969. *Financial structure and development*. New Haven. Yale University Press, 114–123.
- Harris, R., 1997. Stock Markets and Development: A Re-assessment. *European Economic Review*, 41: 139–146.
- King, R.G., and Levine, R., 1993. Finance, entrepreneurship, and growth - Theory and evidence. *Journal of Monetary Economics*, 32(3): 513–542.
- Levine, R. and Zervos, S., 1996. Stock Market Development and Long-Run Growth. *The World Bank Economic Review*, 10: 323–339.
- Levine, R., and Zervos, S., 1998. Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *American Economic Review*, 88(3): 536–558.
- Lucas, R. E., 1988. On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, 22(1): 3–42.
- McKinnon, R.I., 1973. *Money and capital in economic development*. The Brookings Institution. Washington, DC, 184 pp.
- Narayan, P. K., and Narayan, S., 2013. The short-run relationship between the financial system and economic growth: New evidence from regional panels. *International Review of Financial Analysis*, 29: 70–78.
- Ricardo, D., 1817. *On the Principles of Political Economy and Taxation* (3th edition 1821.), Batoche Books. Canada, 333 pp.
- Rioja, F., and Valev, N., 2014. Stock markets, banks and the sources of economic growth in low and high income countries. *Journal of Economics and Finance*, 38(2): 302–320.
- Rodriguez, E., and Rodrik, D., 1999. Trade policy and economic growth: Askeptic’s guide to the cross – national Evidence. NBER Working Paper no. 7081. Cambridge, MA, 82 pp.
- Romer, P. M., 1986. Increasing returns and long – run growth. *Journal of Political Economy*, 94 (5): 1002–1037.
- Schumpeter, J.A., 1911. *The theory of economic development; an inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle*. Harvard University Press. Cambridge, MA. 225 pp.
- Seetanah, B., Subadar, U., Sannassee, R. V., Lamport, M & Ajageer, V., 2012. Stock market development and economic growth: Evidence from least developed countries. Berlin Working Paper on Money, Finance, Trade and Development 05/2012, 26 pages.
- Shaw, E.S., 1973. *Financial deepening in economic development*. Vol. 270. Oxford University Press, New York, xii, 260 pages.
- Solow, R. M., 1956. A contribution to the theory of economic growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 70: 65–94.
- Tondl, G., 2001. *Convergence after divergence? Regional growth in Europe*, Springer. New York
- Trejos, S., and Barboza, B. 2015. Dynamic estimation of the relationship between trade openness and output growth in Asia. *Journal of Asian Economics*, 36: 110–125.
- Ulaşan, B., 2015. Trade openness and economic growth: panel evidence. *Applied Economics Letters*, 22 (2): 163–167.
- Veld, J., Raciborski, R., Ratto, M., and Roeger, W., 2011. The recent boom–bust cycle: The relative contribution of capital flows, credit supply and asset bubbles. *European Economic Review*, 55(3): 386–406.
- Vinayagathan, T., 2013. Inflation and economic growth: A dynamic panel threshold analysis for Asian economies. *Journal of Asian Economics*, 26: 31–41.
- Virtanen, T., Tölö, E., Virén, M and Taipalus, K., 2018. Can bubble theory foresee banking crises? *Journal of Financial Stability*, 36: 66–81.
- Wu, J., Hou, H., and Cheng, S., 2010. The dynamic impacts of financial institutions on economic growth: Evidence from the European Union. *Journal of Macroeconomics*. 32: 879–891.