

# Việt Nam và những điều kiện ngưỡng cần thiết trong quá trình hội nhập tài chính toàn cầu

NGUYỄN THỊ NGỌC TRANG

Đại học Kinh Tế TP.HCM - trangtcn@ueh.edu.vn

NGUYỄN THỊ DIỄM KIỀU

Công ty cổ phần Thế giới di động - kieunguyen.at@gmail.com

*Ngày nhận:*

01/04/2015

*Ngày nhận lại:*

13/05/2015

*Ngày duyệt đăng:*

15/05/2015

*Mã số:*

0415-F36-V01

## *Tóm tắt*

Khủng hoảng tài chính toàn cầu một lần nữa nung nóng cuộc tranh luận về những giá trị của toàn cầu hoá tài chính, đặc biệt là đối với các nước đang phát triển. Dường như vẫn tồn tại một số ngưỡng điều kiện ban đầu cần thiết phải đạt được trước khi có thể nhận được lợi ích gia tăng và giảm thiểu rủi ro của tự do hoá tài khoản vốn. Bài viết này xem xét một loạt các cấu trúc thực nghiệm của điều kiện ngưỡng, ước lượng các ngưỡng cần thiết, từ đó cung cấp các định hướng chính sách. Kết quả cho thấy tồn tại ngưỡng của các biến cụ thể là các nhân tố ảnh hưởng quan trọng đến mối quan hệ giữa hội nhập tài chính và tăng trưởng, thể hiện rõ nhất ở độ sâu tài chính và chất lượng thể chế. Đối với VN, nghiên cứu chỉ ra trình độ phát triển tài chính của VN đã bước đầu đáp ứng điều kiện ngưỡng cần thiết để hội nhập tài chính hiệu quả. Ngược lại, với ngưỡng chất lượng thể chế, VN đang ở rất xa so với ngưỡng cần thiết.

## *Abstract*

The global financial crisis, once again, has ignited several intense debates over financial globalization merits, particularly for developing countries. There are probably a number of original threshold levels to be attained before substantial benefits may be reaped, and the risks of capital account openness, minimized. This article takes into account a series of empirical framework typifying these threshold conditions, estimating essential ones and accordingly proposing a few policy implications. Empirical evidence demonstrates that there exist specific thresholds in such variables with significant effects on the nexus between financial integration and growth, including those as clearly identifiable as financial depth and institutional quality. It is also shown by the findings that Vietnam's financial development has preliminarily satisfied the necessary conditions for efficient financial integration, which in turn, regarding the institutional quality, remain far distant.

*Từ khóa:*

Điều kiện ngưỡng, hội nhập tài chính, phát triển tài chính, tăng trưởng, thể chế, tự do hoá tài khoản vốn.

*Keywords:*

Threshold conditions, financial integration, financial development, growth, institution, capital account openness.

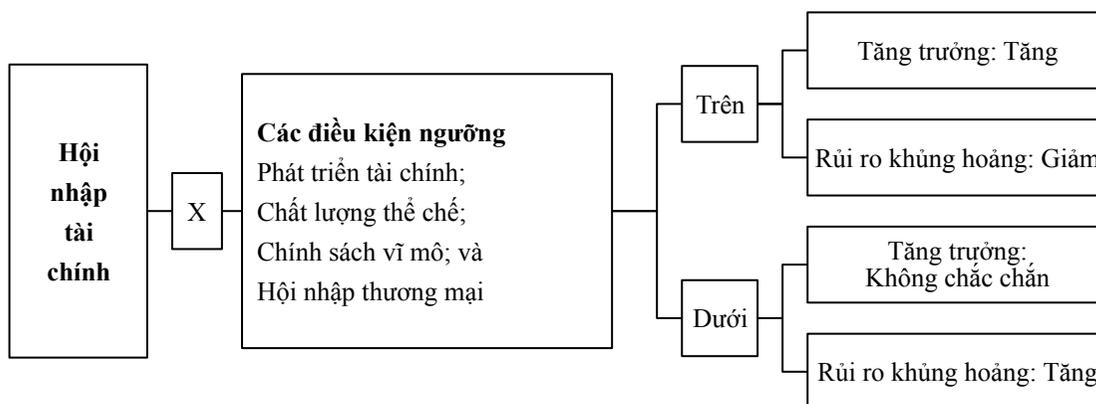
## 1. Giới thiệu

Trong những năm gần đây, đặc biệt là sau khi gia nhập WTO, VN ngày càng hội nhập sâu hơn vào thị trường tài chính quốc tế cả về mặt quy định lẫn mức độ tích hợp thực tế. Tuy nhiên, khủng hoảng tài chính toàn cầu một lần nữa nung nóng cuộc tranh luận gay gắt về những giá trị của toàn cầu hoá tài chính và tác động của nó đối với sự phát triển và biến động của các nền kinh tế, đặc biệt là đối với các nước đang phát triển.

Về lí thuyết, toàn cầu hoá tài chính cần tạo điều kiện phân bổ vốn hiệu quả và thúc đẩy chia sẻ rủi ro quốc tế. Tuy nhiên, các nghiên cứu thực nghiệm đã không thể chứng minh thuyết phục những lợi ích tăng trưởng và ổn định của hội nhập tài chính. Dường như vẫn tồn tại một số ngưỡng điều kiện ban đầu cần thiết mà một nền kinh tế cần phải đạt được trước khi có thể nhận được đầy đủ lợi ích và giảm thiểu rủi ro của tự do hoá tài khoản vốn. Lúc này, các nước đang phát triển như VN lại phải đối mặt với lựa chọn khó khăn về việc liệu nên hay không và làm thế nào để tự do hoá các giao dịch tài khoản vốn hơn nữa. Liệu có một mức ngưỡng xác định rõ các đặc điểm kinh tế mà nếu vượt qua sẽ cải thiện sự đánh đổi, làm cho việc mở cửa tài khoản vốn có lợi và ít rủi ro hơn đối với một nước đang phát triển? Trước những vấn đề đó, nghiên cứu đặt trọng tâm vào hai mục tiêu chính: (i) Xác định và ước lượng các điều kiện ngưỡng ban đầu cần thiết để hội nhập tài chính phát huy hiệu quả tích cực; và (ii) Đánh giá các điều kiện thực tế tại VN trong tương quan với các ngưỡng ước lượng cần thiết, trên cơ sở đó đề xuất các hàm ý chính sách thích hợp.

## 2. Cơ sở lí thuyết

Trong các nghiên cứu trước đây, nhiều nhà nghiên cứu đã cố gắng tìm ra giải pháp nhằm dung hòa giữa một bên là dự đoán lí thuyết rất thuyết phục rằng hội nhập tài chính thúc đẩy tăng trưởng trong dài hạn tại các nước đang phát triển và một bên là những bằng chứng thực nghiệm yếu của lí thuyết này. Kose & cộng sự (2009) tổng hợp các dòng tranh luận vào một khuôn khổ cho thấy các nhân tố đặc trưng ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa hội nhập tài chính và tăng trưởng có thể xem như một tập hợp các điều kiện ngưỡng. Hình 1 mô tả khuôn khổ này và liệt kê các điều kiện ngưỡng chính. Chúng bao gồm các đặc điểm cấu trúc của nền kinh tế như: Mức độ phát triển lĩnh vực tài chính, chất lượng thể chế, hội nhập thương mại, và chính sách kinh tế vĩ mô.



Nguồn: Kose & cộng sự (2009)

### Hình 1. Ngưỡng trong quá trình và hội nhập tài chính

- *Phát triển tài chính*: Về lý thuyết, phát triển tài chính tăng cường các lợi ích tăng trưởng của toàn cầu hoá tài chính và giảm tổn thương trước các cuộc khủng hoảng. Các giới hạn tài chính trong nước và quốc tế đóng vai trò đặc biệt quan trọng trong các nền kinh tế có thu nhập thấp, kém phát triển về tài chính, việc tiếp cận các nguồn tài trợ theo nguyên tắc cạnh tranh bị hạn chế. Một số nghiên cứu gần đây cho thấy với các cách tiếp cận lý thuyết khác nhau, sự tương tác của các hạn chế này có thể dẫn đến các hiệu ứng đảo ngược và không thể dự đoán được của việc tự do hóa tài khoản vốn. Việc thay đổi hướng của các dòng vốn có thể gây ra hoặc làm trầm trọng thêm các chu kỳ bùng nổ và suy thoái (Boom–Bust Cycles) ở các nước đang phát triển thiếu các khu vực tài chính chuyên sâu. Hơn nữa, việc tự do hoá khu vực tài chính nội địa có trình độ quản lý kém là nguyên nhân lớn của các cuộc khủng hoảng liên quan đến hội nhập tài chính (Mishkin, 2006).

- *Chất lượng thể chế*: Chất lượng điều hành và quản lý công, khuôn khổ pháp lý, mức độ tham nhũng, và mức độ minh bạch của chính phủ có thể ảnh hưởng đến sự phân bổ nguồn lực trong nền kinh tế, bao gồm cả các nguồn lực nhận được từ mở cửa tài chính. Nhiều nghiên cứu kết luận một trong những nguyên nhân của các cuộc khủng hoảng (như các chính sách cấu trúc và kinh tế vĩ mô sai lầm) cũng có thể bắt nguồn từ thể chế yếu (Acemoglu & cộng sự, 2003). Bekaert & cộng sự (2005) và Chanda (2005) tìm thấy hiệu ứng tương tác giữa chất lượng thể chế và mở cửa tài

chính trong việc thúc đẩy tăng trưởng nhưng Kraay (1998), Quinn & Toyoda (2008) thì không. Klein (2005) tìm thấy chỉ với các mức độ nào đó về chất lượng thể chế sẽ đi cùng với mối tương quan dương giữa tăng trưởng và tự do hóa tài khoản vốn, ngụ ý rằng tồn tại khả năng có một hiệu ứng ngưỡng phi tuyến. Điều này có thể được lí giải rằng các quốc gia có quản trị công ty và quản trị công tốt hơn nhận được nhiều dòng vốn vào dưới dạng FDI và dòng vốn đầu tư danh mục. Các dòng vốn này ổn định hơn dòng vốn vay và do đó cũng chuyển nhiều lợi ích gián tiếp từ hội nhập tài chính (Wei, 2001).

- *Hội nhập thương mại*: Mở cửa thương mại làm giảm xác suất các cuộc khủng hoảng liên quan đến mở cửa tài chính và giảm nhẹ các thiệt hại nếu có. Nghiên cứu của Frankel & Cavallo (2008) cho thấy các nền kinh tế mở cửa thương mại nhiều hơn thường phải điều chỉnh giảm tỉ giá thực để cân bằng tài khoản vãng lai, do đó đối mặt với hiệu ứng cán cân thanh toán ít nghiêm trọng hơn từ việc giảm giá đồng tiền, và kết quả là ít có khả năng vỡ nợ. Điều này giúp các nước này ít bị tổn thương do dòng vốn bị ngừng đột ngột hoặc bị rơi vào khủng hoảng tài chính. Mở cửa thương mại còn giúp nền kinh tế thanh toán nợ tốt hơn và từ đó thoát khỏi tình trạng suy thoái.

- *Chính sách vĩ mô*: Tự do hóa tài khoản vốn có khả năng thành công hơn nếu được hỗ trợ bởi các chính sách tài khóa, tiền tệ và tỉ giá phù hợp. Chính sách yếu hoặc không tương thích có thể làm tăng nguy cơ khủng hoảng từ tài khoản vốn mở. Điển hình, sự kết hợp của tỉ giá hối đoái cố định và tài khoản vốn mở là một trong những nguyên nhân gây ra một số cuộc khủng hoảng tiền tệ (Obstfeld & Rogoff, 1995). Tương tự, quản lí dòng vốn vào trở thành vấn đề hết sức phức tạp đối với nền kinh tế bị thâm hụt tài khóa nặng nề (Calvo & cộng sự, 2004).

Nhìn chung, có nhiều bằng chứng về các nghiên cứu lí thuyết và thực nghiệm làm nền tảng cho sự tồn tại các điều kiện ngưỡng. Mặc dù vậy, các bằng chứng này rời rạc và không cung cấp một hướng dẫn rõ ràng về bản chất chính xác của mối quan hệ ngưỡng hoặc làm thế nào có thể chuyển từ lí thuyết thành một khuôn khổ thực nghiệm dạng rút gọn. Trong nghiên cứu này, tác giả chỉ tập trung phân tích hiệu quả tăng trưởng của hội nhập tài chính trong tương tác với các điều kiện ngưỡng.

### 3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

#### 3.1. Mô hình thực nghiệm

Trước hết, tác giả nghiên cứu thực nghiệm dựa trên hồi quy tăng trưởng với dữ liệu bảng cho nhiều quốc gia theo thời gian. Tập trung vào tăng trưởng trung và dài hạn hơn là chu kỳ kinh tế và các dao động ngắn hạn khác, tương tự nhiều nghiên cứu trước đây, tác giả cũng sử dụng trung bình 5 năm của dữ liệu gốc.

Mô hình dữ liệu bảng tuyến tính động được sử dụng theo dạng sau:

$$g_{it} = \delta_i + \gamma_t + \theta x_{it} + h(FO_{it}, TH_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Trong đó,  $g_{it}$  thể hiện tốc độ tăng trưởng GDP thực bình quân đầu người điều chỉnh theo PPP (đại diện cho tăng trưởng);  $x_{it}$  là tập hợp các biến kiểm soát của mô hình tăng trưởng với hệ số  $\theta$ ;  $\delta_i$  và  $\gamma_t$  lần lượt thể hiện tác động quốc gia và tác động thời gian.  $FO_{it}$  đại diện cho độ mở tài chính,  $TH_{it}$  là biến ngưỡng, và  $\varepsilon_{it}$  là phần dư.

Một vấn đề thực nghiệm quan trọng là làm thế nào định nghĩa mối quan hệ ngưỡng trong hàm  $h(FO_{it}, TH_{it})$ . Dựa trên các nghiên cứu trước đây, ba giả định tham số xác định cho hàm này được xem xét:

#### **Điểm phân cách cao – thấp dựa trên trung vị mẫu của biến ngưỡng**

$$h(FO_{it}, TH_{it}) = \beta_{FO}FO_{it} + \beta_{TH}TH_{it} + \beta_{FO\_THhigh}FO_{it}D(TH_i > TH_{median})$$

Với  $D(TH_{it} > TH_{median})$  là biến chỉ báo nhận giá trị 1 nếu biến ngưỡng của một quốc gia vượt qua giá trị trung vị của tất cả các quốc gia trong cùng một khoảng thời gian  $t$ . Phương pháp này thiết lập ngưỡng ngoại sinh và cung cấp một cách đơn giản để kiểm định xem liệu mức độ của một biến cụ thể có quan trọng trong tác động của độ mở tài chính đến tăng trưởng hay không.

#### **Tương tác tuyến tính giữa độ mở tài chính và biến ngưỡng**

$$h(FO_{it}, TH_{it}) = \beta_{FO}FO_{it} + \beta_{TH}TH_{it} + \beta_{FO\_TH}FO_{it}TH_{it}$$

Phương pháp này kiểm định xem liệu giá trị của một biến cụ thể ảnh hưởng tuyến tính đến tác động tăng trưởng biên của hội nhập tài chính như thế nào. Kỹ thuật này hàm ý tác động biên (cùng chiều hay ngược chiều) của độ mở tài chính đến tăng trưởng thì lớn hơn với mức cao hơn của biến ngưỡng.

#### **Tương tác bình phương cho phép tác động phi tuyến của biến ngưỡng**

$$h(FO_{it}, TH_{it}) = \beta_{FO}FO_{it} + \beta_{TH}TH_{it} + \beta_{FO\_TH}FO_{it}TH_{it} + \beta_{FO\_THsq}FO_{it}TH_{it}^2$$

Điều này cho phép khả năng nếu vượt qua một ngưỡng nhất định, biến ngưỡng trở nên quan trọng hoặc ít quan trọng hơn trong xác định tác động biên của độ mở tài chính lên tăng trưởng.

Việc ước lượng các hàm hồi quy tăng trưởng theo dạng rút gọn thường gặp khó khăn bởi những lo ngại về tính nội sinh và hướng quan hệ nhân quả. Ví dụ, vốn có thể chảy mạnh vào các nền kinh tế phát triển nhanh, làm cho hội nhập tài chính phụ thuộc vào tăng trưởng chứ không phải ngược lại. Tương tự, phát triển tài chính và tăng trưởng có thể bị ảnh hưởng bởi các yếu tố đặc trưng như pháp lí hay các khuôn khổ thể chế khác. Đồng thời, các đặc điểm quốc gia cố định có thể tương quan với biến giải thích. Nhiều nghiên cứu cho thấy khó có thể đưa ra các biến công cụ hoàn toàn ngoại sinh để giải quyết những vấn đề này, đặc biệt với đặc tính động của mô hình khi mức độ phát triển tổng thể ban đầu được xem xét như một biến điều kiện của mô hình (Kose & cộng sự, 2011).

Tương tự nhiều nghiên cứu trước đây, tác giả sử dụng kĩ thuật GMM hệ thống (System Generalized Method of Moments - SGMM) cho dữ liệu bảng được phát triển bởi Arellano & Bond (1991) và Blundell & Bond (1998). SGMM ước lượng hệ thống bao gồm một phương trình sai phân để loại bỏ các tác động quốc gia cố định và một phương trình trên biến gốc. Giá trị trễ thích hợp của các biến gốc và các sai phân tương ứng, sau đó có thể được sử dụng như các biến công cụ (ngoại sinh yếu) để giải quyết vấn đề nội sinh. Đồng thời, SGMM được thiết kế cho dạng bảng “N lớn và T nhỏ”, nghĩa là có chiều chéo dài và chiều thời gian ngắn (Roodman, 2006). Điều này hoàn toàn phù hợp với mẫu dữ liệu của nghiên cứu gồm 85 quốc gia và 8 giá trị trung bình 5 năm. Để ước lượng hệ thống GMM này, kĩ thuật ước lượng hai giai đoạn với hiệu chỉnh Windmeijer được sử dụng. Phương pháp này ngày càng được sử dụng nhiều hơn trong các nghiên cứu liên quan. Chang & cộng sự (2009) sử dụng phương pháp này phân tích tác động tương tác giữa các đặc điểm thể chế và mở cửa thương mại; Aghion & cộng sự (2009) tìm hiểu tác động tương tác giữa phát triển tài chính và chế độ tỉ giá hối đoái... Bên cạnh đó, bài viết cũng thực hiện các ước lượng tác động quốc gia cố định (FE) với hiệu chỉnh White như một kiểm định tính vững. Đồng thời, cả hai kĩ thuật FE và GMM hệ thống luôn bao gồm biến tác động thời gian để nắm bắt các nhân tố chung tác động đến tăng trưởng ở tất cả các quốc gia trong giai đoạn 5 năm.

### *3.2. Đo lường và dữ liệu*

Với nhiều đo lường phức tạp, bài viết chọn một đo lường cơ bản, sau đó tiến hành kiểm định tính vững của những kết quả ban đầu bằng cách sử dụng các đo lường thay thế. Bài viết tiến hành trên bộ dữ liệu của 85 quốc gia trong giai đoạn 1975–2013, cho tới đa 8 trung bình (không chồng chéo) 5 năm quan sát của mỗi quốc gia. Tuy nhiên, do sự giới hạn về dữ liệu, giai đoạn cuối cùng chỉ bao gồm 4 năm, từ 2010 đến 2013. Tương tự như Kose & cộng sự (2011), nghiên cứu loại trừ các nền kinh tế nhỏ (dân số dưới 1 triệu) và một số nền kinh tế có dữ liệu bị hạn chế, đặc biệt là các dòng vốn. Mô tả chi tiết của các biến trong bộ dữ liệu và trích dẫn nguồn được trình bày trong Bảng 1.

### Bảng 1

#### Đo lường và nguồn dữ liệu

Biến	Đại diện	Nguồn
Tăng trưởng	Tăng trưởng GDP thực bình quân đầu người điều chỉnh PPP	Penn World Tables
	Tổng tài sản tài chính và nghĩa vụ nợ nước ngoài trên GDP	Cập nhật dữ liệu Lane & Milesi-Ferretti (2007). Công bố tại <a href="http://www.philiplane.org/EWN.html">http://www.philiplane.org/EWN.html</a>
Hội nhập tài chính	Tổng tài sản tài chính nước ngoài trên GDP	Cập nhật dữ liệu Lane & Milesi-Ferretti (2007).
	KAOPEN	Cập nhật dữ liệu Chinn & Ito (2008). Công bố tại <a href="http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm">http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm</a>
Nhóm các biến ngưỡng		
Phát triển tài chính	Tỉ lệ tín dụng tư nhân trên GDP	World Development Indicators (WDI)
	Tỉ lệ tín dụng tư nhân và vốn hoá thị trường chứng khoán trên GDP	WDI
Chất lượng thể chế	Chỉ số quản trị toàn cầu (WGI)	Worldbank, công bố tại <a href="http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home">http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home</a>
Hội nhập	Tổng giá trị xuất nhập khẩu hàng hoá và	WDI

Biến	Đại diện	Nguồn
thương mại	dịch vụ trên GDP	
Chính sách vĩ mô	Lạm phát CPI hàng năm	IFS
	Thu nhập và chi tiêu của chính phủ	IMF World Economic Outlook
Nhóm biến điều kiện		
Mức độ phát triển tổng thể ban đầu	GDP bình quân đầu người thực ban đầu khi bắt đầu mỗi giai đoạn 5 năm	Penn World Tables
Mức độ đầu tư	Tỉ lệ đầu tư trên GDP	Penn World Tables
	Tăng trưởng dân số	WDI
Vốn nhân lực	Trung bình số năm đến trường của dân số trên 25 tuổi	Cập nhật dữ liệu của Barro & Lee (2001). Công bố tại <a href="http://www.barrolee.com/data/yrsch2.html">http://www.barrolee.com/data/yrsch2.html</a>
Cơ sở hạ tầng	Logarit số đường dây điện thoại bình quân đầu người	WDI

#### 4. Kết quả ước lượng

Nhiều nghiên cứu trước đây đã nhấn mạnh tương tác giữa mở cửa tài chính và phát triển tài chính, vì thế bài viết tập trung trình bày phân tích ngưỡng độ sâu tài chính như một biến ngưỡng để minh họa khuôn khổ phân tích của nghiên cứu. Các ngưỡng còn lại được phân tích ở phần tiếp theo với khung phân tích tương tự

##### *Các điều kiện ngưỡng cần thiết để hội nhập tài chính hiệu quả*

Phần này trình bày các kết quả hồi quy trên cơ sở trung bình 5 năm của dữ liệu. Phân tích thực nghiệm bắt đầu với một bộ giới hạn các biến điều kiện, được xác định trong các nghiên cứu trước đây là các yếu tố ảnh hưởng tương đối quan trọng đến tăng trưởng GDP bình quân đầu người dài hạn, bao gồm: Logarit tự nhiên thu nhập ban đầu (khi bắt đầu mỗi giai đoạn 5 năm), tỉ lệ đầu tư trên GDP, một đại diện cho vốn nhân lực (số năm đến trường trung bình của dân cư trên 25 tuổi), và tăng trưởng dân số. Kết

quả hồi quy tăng trưởng cơ bản sử dụng các biến điều khiển này được trình bày trong phần [1] của Bảng 2. Với phương pháp SGMM, bài viết sử dụng biến công cụ là trễ thứ hai, kiểm định Arellano-Bond trong tất cả các ước lượng đều chấp nhận giả thiết không có tự tương quan bậc hai. Kiểm định Hansen cũng chấp nhận giả thiết các biến công cụ ngoại sinh và mô hình phù hợp, thậm chí so với mức ý nghĩa 25% như đề xuất của Roodman (2006).

#### *4.1. Ngưỡng độ sâu tài chính*

##### *4.1.1. Ước lượng*

Trong phần [2] của Bảng 2, bài viết sử dụng một thước đo rộng của độ mở tài chính thực tế: Tổng tài sản tài chính và nghĩa vụ nợ nước ngoài (the stock of gross external asset and liabilities). Như các nghiên cứu trước đây, sự tương quan giữa hội nhập tài chính và tăng trưởng là yếu hoặc thậm chí hơi tiêu cực. Điều này nhấn mạnh khác biệt quan trọng giữa lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm về tác động tăng trưởng của hội nhập tài chính.

Trong phần [3] của Bảng 2, xem xét liệu tương quan giữa độ mở tài chính và tăng trưởng có khác nhau giữa các quốc gia với mức độ cao và thấp của độ sâu tài chính (đại diện bởi tỉ lệ tín dụng tư nhân trên GDP) hay không? Mức độ cao/ thấp này được phân cách bằng trung vị của biến độ sâu tài chính theo từng thời kì riêng biệt. Kết quả cho thấy có sự khác biệt đáng kể. Khi tương tác hội nhập tài chính với mức độ cao của độ sâu tài chính, hệ số của biến tương tác dương một cách mạnh mẽ trong hồi quy SGMM và gần như cùng độ lớn với hệ số âm của mở cửa tài chính. Nói cách khác, tác động của mở cửa tài chính là không tốt với nền kinh tế có độ sâu tài chính tương đối thấp và tương đối tốt với các mức độ cao hơn.

Phần [4] của Bảng 2, bài viết thực hiện tương tác tuyến tính giữa độ sâu tài chính nội địa và độ mở tài chính. Với cả ước lượng FE lẫn SGMM, hệ số của mở cửa tài chính và biến tương tác đều không có ý nghĩa thống kê. Đến phần [5], bài viết bổ sung tương tác của mở cửa tài chính với bình phương của biến độ sâu tài chính. Hệ số trên biến tương tác, cả tuyến tính và bình phương, lúc này có ý nghĩa mạnh trong cả ước lượng FE và SGMM, với hệ số tương tác tuyến tính dương và hệ số tương tác bình phương âm trong cả hai trường hợp. Điều này cho thấy độ sâu tài chính cao hơn dẫn đến một sự cải thiện trong tác động tăng trưởng của hội nhập tài chính nhưng chỉ đến một mức độ nhất định của độ sâu tài chính. Hệ số mở cửa tài chính tổng thể trong trường hợp này mang dạng chữ U ngược khi biến ngưỡng tăng. Do đó, có thể tính toán

điểm phân cách mà tại đó dấu của nó thay đổi. Dựa trên ước lượng FE, mức độ ngưỡng dưới, mà dưới ngưỡng này, tác động cận biên của mở cửa tài chính đến tăng trưởng âm, tương ứng với tỉ lệ tín dụng trên GDP là 69%<sup>1</sup>. Trên mức này, hệ số là dương trước khi chuyển qua âm với tỉ số tín dụng trên GDP trên 165%. Dựa trên ước lượng SGMM, mức ngưỡng tương ứng là tỉ số tín dụng trên GDP từ 75% đến 170%. Để tham khảo, mức trung vị của tỉ số tín dụng trên GDP cho các nước công nghiệp, các nền kinh tế mới nổi (EMs) và các nước đang phát triển khác (ODCs) lần lượt là 84%, 42%, và 21%.

Với cả hai phương pháp ước lượng, phần lớn các quan sát ODCs (khoảng 90%) nằm dưới ngưỡng dưới và có hệ số mở cửa tài chính tổng thể âm. Tỉ lệ này với EMs và các nước công nghiệp lần lượt vào khoảng 76% và 35% (so với ngưỡng dựa trên ước lượng SGMM). Tỉ lệ các quan sát nằm giữa ngưỡng trên và dưới, đồng thời có hệ số mở cửa tài chính dương của các nước công nghiệp và EMs tương ứng là 60% và 24%. Trong những phân thảo luận tiếp theo, tác giả tập trung vào các ngưỡng dưới, liên quan nhiều hơn đến các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển<sup>2</sup>.

#### *4.1.2. Độ nhạy của ngưỡng độ sâu tài chính*

Độ nhạy của kết quả đối với ngưỡng độ sâu tài chính được kiểm định theo một số cách sau: Đầu tiên, một bộ các biến kiểm soát khác được sử dụng và thực hiện lại các hồi quy trong Bảng 2. Tác giả giữ lại logarit thu nhập ban đầu, biến giáo dục và tăng trưởng dân số, đồng thời thêm các biến: Mở cửa thương mại, lạm phát CPI, và logarit số lượng đường dây điện thoại bình quân đầu người (một đại diện cho mức độ cơ sở hạ tầng). Kết quả trong phần [1] của Bảng 3 cho thấy có sự tương đồng khá cao về dấu và độ lớn của các hệ số quan tâm.

Tiếp theo, tác giả sử dụng một đo lường thay thế của độ sâu tài chính, tổng tín dụng tư nhân và vốn hoá thị trường chứng khoán trên GDP. Do sự vắng mặt của thị trường chứng khoán ở nhiều quốc gia đang phát triển, đặc biệt là trong những năm đầu của dữ liệu, mẫu giảm xuống khoảng một nửa kích thước ban đầu. Trong ước lượng với biến tương tác bình phương, kết quả chỉ có ý nghĩa thống kê trong ước lượng SGMM (Phần [2], Bảng 3). Ngưỡng dưới và trên của tỉ lệ tổng tín dụng tư nhân và vốn hoá thị trường chứng khoán trên GDP lần lượt là 1,83 và 3,34 tương ứng với phân vị thứ 81 và 98 của biến (so sánh với phân vị thứ 77 và 98 tương ứng của tín dụng tư nhân trên GDP trong Bảng 2). Như vậy, với ước lượng SGMM, kết quả có thể xem là khá tương đồng với kết quả cơ bản trong Bảng 2.

**Bảng 2**

Tương tác của Tín dụng tư nhân và Độ mở tài chính tổng thể trên GDP (Biến phụ thuộc: tăng trưởng GDP thực bình quân người điều chỉnh PPP)

	[1] Cơ bản		[2] Không tương tác		[3] Tương tác cao/thấp		[4] Tương tác tuyến tính		[5] Tương tác bậc 2	
	FE	SGMM	FE	SGMM	FE	SGMM	FE	SGMM	FE	SGMM
Ln GDP thực bình quân người đầu ki	-0,2066*** (0,0303)	-0,0156 (0,0244)	-0,2046*** (0,0303)	-0,0030 (0,0336)	-0,1877*** (0,0320)	-0,0026 (0,0381)	-0,1890*** (0,0314)	-0,0079 (0,0427)	-0,1947*** (0,0313)	-0,0039 (0,0291)
Đầu tư / GDP	0,9692*** (0,1624)	0,8051*** (0,2857)	0,9620*** (0,1667)	0,7148* (0,4286)	0,9690*** (0,1654)	0,7195** (0,3010)	0,9666*** (0,1434)	0,7238* (0,3644)	0,9762*** (0,1428)	0,6973** (0,2986)
Số năm đến trường trung bình	0,5469 (0,8919)	0,9131 (1,3129)	0,5562 (0,8971)	1,1405 (1,4414)	0,5624 (0,9354)	-0,2277 (1,4575)	0,6596 (0,8034)	0,5710 (1,2219)	0,5624 (0,8035)	0,3320 (1,1080)
Tăng trưởng dân số	1,6026 (2,4098)	-4,0964 (3,3829)	1,6331 (2,4294)	-3,8153 (4,0455)	1,7152 (2,5002)	-4,7983 (3,6739)	1,8821 (1,9201)	-3,7251 (3,4073)	1,7749 (1,9637)	-4,1326 (3,1138)
Mở cửa tài chính tổng thể/GDP (FO)			-0,0009 (0,0020)	-0,0051 (0,0084)	-0,0113 (0,0156)	-0,0713** (0,0357)	-0,0055 (0,0090)	-0,0081 (0,0131)	-0,0235* (0,0131)	-0,0859*** (0,0300)
Tín dụng tư nhân / GDP (PC)					-0,0742** (0,0366)	-0,1402*** (0,0496)	-0,0379 (0,0427)	-0,0654 (0,0588)	-0,0672* (0,0380)	-0,1501*** (0,0492)
FO* PC cao				0,0118 (0,0157)	0,0723** (0,0357)					
FO*PC						0,0059 (0,0036)	0,0097 (0,0095)	0,0484** (0,0227)	0,1644*** (0,0536)	
FO*PC <sup>2</sup>								-0,0207*** (0,0084)	-0,0669*** (0,0210)	
Hệ số chặn	1,5291*** (0,2238)	0,0765 (0,2207)	1,5136*** (0,2256)	-0,0109 (0,2512)	1,3959*** (0,2446)	0,077 (0,2566)	1,3818*** (0,2483)	-0,0674 (0,2651)	1,4524*** (0,2483)	0,0403 (0,1911)
Số quan sát	652	652	652	652	652	652	652	652	652	652
R <sup>2</sup> điều chỉnh	0,3300		0,3290	0,3340			0,3348		0,3408	
Kiểm định tự tương quan bậc 2 – AR(2)		0,5752		0,5462		0,3361		0,4948		0,2403
Kiểm định Hansen		0,2795		0,2604		0,4801		0,2763		0,7952

*Ghi chú:* Tất cả ước lượng bao gồm tác động thời kì (không trình bày). Sai số chuẩn trong ngoặc đơn. Các ký hiệu \*, \*\*, \*\*\* cho thấy mức ý nghĩa 10%, 5% và 1% tương ứng.

**Bảng 3**

Độ nhạy của ngưỡng khi loại bỏ các nhóm đặc biệt/khỏi mẫu và thay đổi đo lường độ mở tài chính

	[0] Ban đầu		[1] Đối biến kiểm soát		[2] Tin dụng + Vốn hoá		[3.1] Không OPEC		[3.2] Không OFCs		[4] Tổng nghĩa vụ nợ nước ngoài		
	FE	SGMM	FE	SGMM	FE	SGMM	FE	SGMM	FE	SGMM	FE	SGMM	
<b>A. Không tương tác</b>	FO	-0,001 (0,002)	-0,005 (0,008)	-0,0024 (0,0024)	-0,0023 (0,0032)	-0,0017 (0,0032)	-0,0048 (0,0054)	-0,002 (0,003)	-0,006 (0,008)	-0,002 (0,003)	-0,004 (0,008)	-0,0050 (0,0054)	-0,0195 (0,0164)
<b>B. Tương tác cao/thấp</b>	FO	-0,011 (0,016)	-0,071** (0,036)	-0,0111 (0,0151)	-0,0472 (0,0452)	-0,0155 (0,0107)	-0,0773* (0,0458)	-0,024* (0,014)	-0,059* (0,030)	-0,010 (0,016)	-0,075** (0,033)	-0,0299** (0,0133)	-0,0581 (0,0445)
	FO*TH cao	0,012 (0,016)	0,072** (0,036)	0,0096 (0,0152)	0,0461 (0,0449)	0,0167 (0,0100)	0,0765* (0,0457)	0,023* (0,014)	0,060* (0,030)	0,011 (0,016)	0,0776** (0,033)	0,0310** (0,0139)	0,0597 (0,0454)
<b>C. Tương tác tuyến tính</b>	FO	-0,006 (0,003)	-0,008 (0,009)	-0,0050* (0,0027)	-0,0074 (0,0101)	-0,0072 (0,0066)	-0,0140 (0,0506)	-0,005* (0,003)	-0,007 (0,009)	-0,005 (0,003)	-0,006 (0,007)	-0,0029 (0,0094)	-0,0132 (0,0269)
	FO*TH	0,006 (0,004)	0,010 (0,009)	0,0071*** (0,0026)	0,0108 (0,0101)	0,0052 (0,0049)	0,0085 (0,0179)	0,007** (0,003)	0,009 (0,009)	0,006** (0,003)	0,008 (0,008)	0,0057 (0,0078)	0,0167 (0,0217)
<b>D. Tương tác bậc hai</b>	FO	-0,024* (0,013)	-0,086*** (0,030)	-0,0239* (0,0141)	-0,0800** (0,0377)	-0,0116 (0,0209)	-0,2358* (0,1293)	-0,027** (0,014)	-0,069** (0,029)	-0,025* (0,015)	-0,087*** (0,031)	-0,0472*** (0,0165)	-0,1151*** (0,0409)
	FO*TH	0,048** (0,023)	0,164*** (0,054)	0,0471* (0,0250)	0,1568** (0,0674)	0,0095 (0,0195)	0,1995** (0,0837)	0,054** (0,024)	0,133** (0,052)	0,049* (0,026)	0,166*** (0,057)	0,0989*** (0,0304)	0,2335*** (0,0695)
	FO*TH <sup>2</sup>	-0,021** (0,008)	-0,067*** (0,021)	-0,0192** (0,0093)	-0,0646** (0,0263)	-0,0017 (0,0034)	-0,0386** (0,0147)	-0,023** (0,009)	-0,055*** (0,021)	-0,021** (0,010)	-0,066*** (0,022)	-0,0422*** (0,0117)	-0,0980*** (0,0270)
<b>Ngưỡng phân cách mà hệ số mở cửa tài chính tổng thể bằng 0</b>		0,69 1,65	0,75 1,70	0,72 1,73	0,73 1,70	1,80 3,79	1,83 3,34	0,75 1,65	0,75 1,68	0,74 1,62	0,73 1,80	0,67 1,68	0,70 1,69
<b>% trên ngưỡng dưới</b>													
<b>Các nước công nghiệp</b>		71%	65%	68%	67%	38%	37%	65%	65%	67%	67%	71%	70%
<b>EMs</b>		28%	24%	26%	26%	20%	20%	26%	26%	22%	23%	28%	27%
<b>ODCs</b>		2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	2%	2%

Ghi chú: TH thể biến ngưỡng tương ứng với từng trường hợp: Tin dụng tư nhân trên GDP ([0], [1], [3.1], [3.2]) và [4]) hoặc tỉ lệ tổng tín dụng tư nhân và vốn hoá thị trường chứng khoán trên GDP ([2]). Phương pháp ước lượng và các kí hiệu khác tương tự Bảng 2

Thứ ba, tác giả kiểm định liệu các kết quả có bị ảnh hưởng bởi việc chọn mẫu hay không, bằng cách loại trừ lần lượt một trong hai nhóm: (i) Các nước OPEC (Algeria, Ecuador, Indonesia, Iran, Kuwait, UAE, và Venezuela); và (ii) Các trung tâm tài chính hải ngoại (Ireland, Panama, và Singapore). Phần [3.1] và [3.2] Bảng 3 cho thấy dấu và độ lớn của các hệ số, cũng như các ngưỡng ước lượng, tương đối ổn định khi tác giả loại trừ các nhóm này, cho thấy kết quả không bị ảnh hưởng bởi các nhóm nước nhất định.

Thứ tư, quay lại với biến độ sâu tài chính ban đầu nhưng xem xét một đo lường khác của mở cửa tài chính (FO): Tổng nghĩa vụ nợ nước ngoài (stocks of external liabilities) trên GDP. Chỉ số này được xem là liên quan đến các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển. Kết quả phần [4] Bảng 3 cho thấy ngưỡng ước lượng của tín dụng tư nhân trên GDP không thay đổi nhiều so với kết quả ban đầu.

#### *4.2. Các ngưỡng thay thế khác*

Trong phần này, bài viết xem xét tác động ngưỡng từ một loạt các chỉ số khác đã đề cập trong Phần 2. Phương pháp ước lượng FE và SGMM tương tự như Bảng 2, Bảng 4 trình bày các ước lượng khi chất lượng thể chế đóng vai trò ngưỡng. Phần [1] xem xét một đo lường tổng hợp của chất lượng thể chế (trung bình 6 chỉ số của WGI). Kết quả cho thấy có tác động ngưỡng rõ ràng từ chất lượng thể chế. Tương tự như độ sâu tài chính, ảnh hưởng của chất lượng thể chế đến hiệu quả hội nhập tài chính mang dạng chữ U ngược với ngưỡng dưới ở mức 0,38 và 1,73 là ngưỡng trên trong ước lượng SGMM. Gần như toàn bộ các quan sát của nước công nghiệp nằm trên ngưỡng dưới ước lượng (99%). Con số này ở EMs và ODCs lần lượt là 27% và 14%.

Tiến sâu hơn vào chất lượng thể chế, nghiên cứu xem xét chi tiết các khía cạnh của chỉ số này. Kết quả từ Bảng 4 cho thấy, ngoại trừ ổn định chính trị, các thành phần còn lại đều cho thấy tác động ngưỡng rõ ràng. Yêu cầu ngưỡng cao nhất thuộc về chất lượng pháp luật với ngưỡng dưới ở mức 0,5 (ước lượng SGMM). Trong khi đó, chỉ số quyền phát ngôn và trách nhiệm giải trình thể hiện yêu cầu ngưỡng thấp nhất với ngưỡng dưới chỉ ở 0,11.

**Bảng 4**

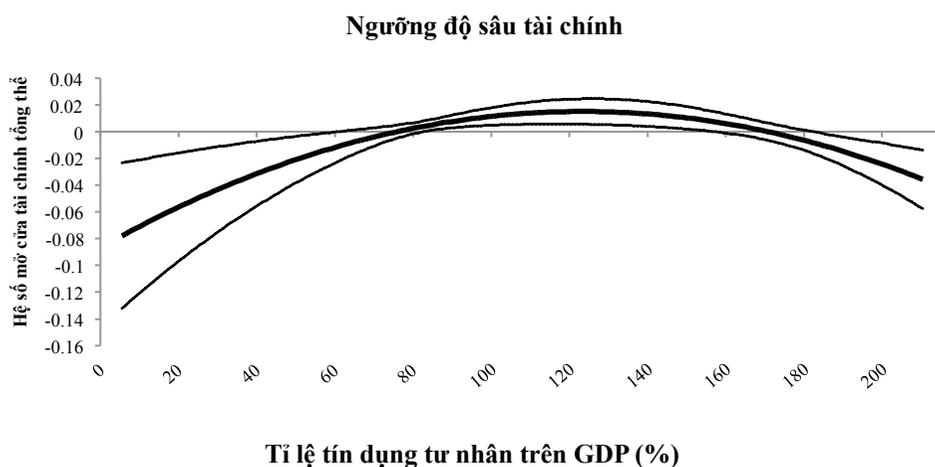
**Tương tác của độ mở tài chính tổng thể với các khía cạnh của chất lượng thể chế**

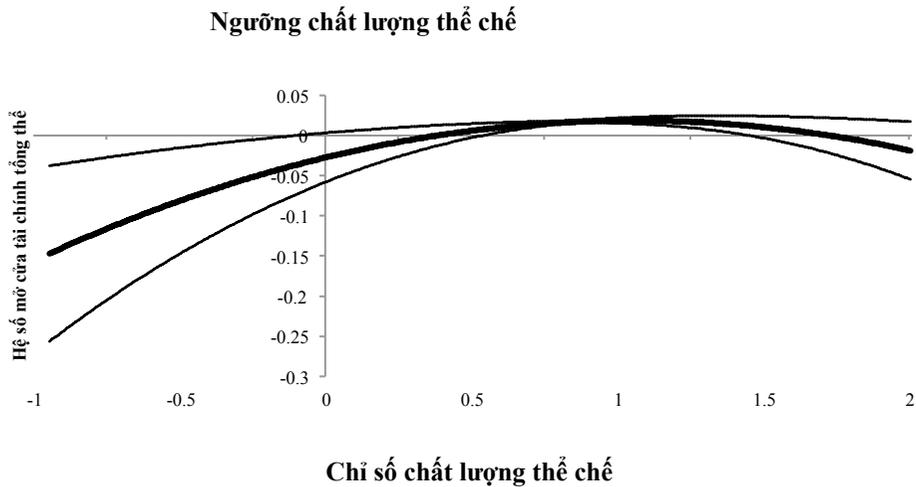
	[0] Tổng hợp	[1] Quyền phát ngôn và trách nhiệm giải trình	[2] Ổn định chính trị	[3] Hiệu quả hoạt động chính phủ	[4] Chất lượng pháp luật	[5] Tuân thủ pháp luật	[6] Kiểm soát tham nhũng
	SGMM	SGMM	SGMM	SGMM	SGMM	SGMM	SGMM
A. Tương tác cao/thấp							
FO	-0,0118 (0,0371)	-0,0092 (0,0079)	-0,0607 (0,0889)	-0,0427 (0,0466)	-0,0363 (0,0417)	0,0043 (0,0342)	0,0030 (0,0419)
FO*TH cao	0,0081 (0,0382)	0,0066 (0,0069)	0,0565 (0,0879)	0,0397 (0,0475)	0,0359 (0,0417)	-0,0076 (0,0349)	-0,0054 (0,0423)
FO	-0,0214 (0,0145)	-0,0233* (0,0131)	-0,0199 (0,0224)	-0,0119 (0,0120)	-0,0121 (0,0144)	-0,0156 (0,0133)	-0,0106* (0,0057)
B. Tương tác tuyến tính							
FO*TH	0,0271* (0,0142)	0,0296** (0,0144)	0,0197 (0,0240)	0,016 (0,0125)	0,0137 (0,0139)	0,0189 (0,0124)	0,0170* (0,0093)
FO	-0,0270* (0,0153)	-0,0053 (0,0092)	-0,0197 (0,0155)	-0,0305*** (0,0113)	-0,0396** (0,0182)	-0,0316** (0,0142)	-0,0191* (0,0106)
C. Tương tác bậc 2							
FO*TH	0,0871*** (0,0291)	0,0495*** (0,0182)	0,0629*** (0,0236)	0,0842*** (0,0201)	0,0969*** (0,0337)	0,0805*** (0,0247)	0,0694*** (0,0240)
FO*TH <sup>2</sup>	-0,0414*** (0,0143)	-0,0270** (0,0108)	-0,0258 (0,0165)	-0,0333*** (0,0114)	-0,0347** (0,0162)	-0,0288*** (0,0114)	-0,0249** (0,0109)
Ngưỡng phân cách mà hệ số cửa tài chính tổng thể bằng 0	0,38 1,73	0,11 1,71	0,37 2,07	0,44 2,09	0,50 2,29	0,47 2,32	0,31 2,47
% quan sát trên ngưỡng dưới							
Các nước công nghiệp	99%	100%	90%	98%	100%	98%	95%
Các nền kinh tế mới nổi	20%	40%	11%	25%	24%	23%	22%
Đang phát triển khác	12%	23%	15%	10%	10%	12%	15%

Ghi chú: TH thể biến ngưỡng tương ứng với từng trường hợp. Phương pháp ước lượng và các kí hiệu khác tương tự Bảng 2

Nghiên cứu cũng xem xét độ mở thương mại (tổng độ lớn xuất khẩu và nhập khẩu trên GDP), chính sách vĩ mô (ổn định lạm phát và tỉ lệ thu nhập trên chi tiêu chính phủ), và mức độ thu nhập bình quân đầu người (trên cơ sở so sánh quốc tế - điều chỉnh PPP, thường được xem là một chỉ số tổng hợp đại diện cho một loạt các nhân tố thúc đẩy tăng trưởng) trong vai trò biến ngưỡng, tuy nhiên các hệ số tương tác hầu hết không có ý nghĩa thống kê. Khi KAOPEN – chỉ số đo lường mở cửa tài chính về mặt quy định – được xem xét trong vai trò biến ngưỡng, ảnh hưởng của việc mở cửa tài chính về mặt quy định đến tác động của mức độ hội nhập tài chính thực tế và tăng trưởng cũng mang hình chữ U ngược với ngưỡng dưới cho ước lượng FE và SGMM lần lượt là 0,44 và 0,25 (chỉ số KAOPEN chuẩn hoá là từ 0 đến 1). Tuy nhiên, các hệ số không có ý nghĩa thống kê trong ước lượng SGMM.

Để quan sát một cách trực quan các ngưỡng ước lượng của các ngưỡng quan trọng, Hình 2 biểu thị hệ số mở cửa tài chính tổng thể (bao gồm tương tác) được ước lượng dựa trên các giá trị khác nhau của biến ngưỡng tương ứng (ước lượng SGMM). Tín dụng nội địa và chất lượng thể chế đều thể hiện mối quan hệ chữ U ngược. Đối với ngưỡng độ sâu tài chính, ước lượng điểm của hệ số hội nhập tài chính tổng thể bắt đầu dương tương ứng với tỉ lệ tín dụng tư nhân trên GDP từ 75% và lớn hơn 0 có ý nghĩa thống kê từ 83%. Khi chất lượng thể chế được sử dụng làm biến ngưỡng, hệ số mở cửa tài chính tổng thể bắt đầu dương từ 0,38 và dương có ý nghĩa thống kê từ 0,54. Những kết quả trên cho thấy tác động ngưỡng đến hiệu quả hội nhập tài chính tồn tại khá rõ ràng, ít nhất với hai ngưỡng độ sâu tài chính và chất lượng thể chế.



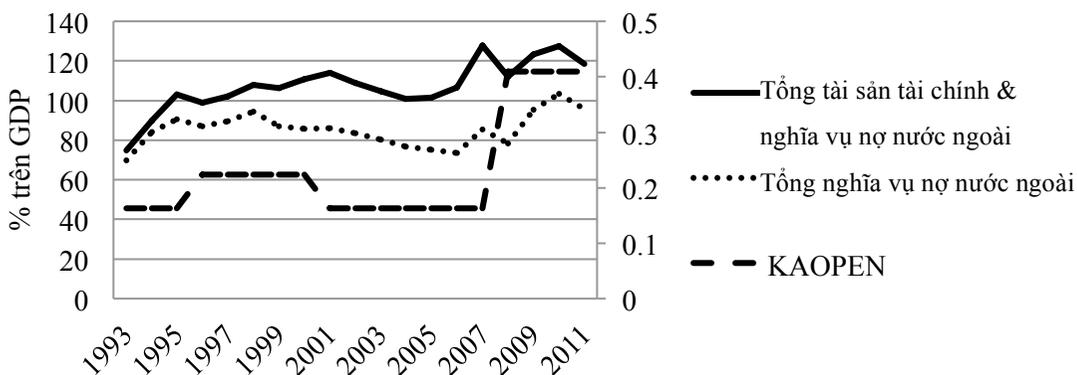


Ghi chú: Hai đường trên dưới thể hiện khoảng tin cậy 95%

**Hình 2.** Tác động của các biến ngưỡng cụ thể đến hiệu quả hội nhập tài chính

## 5. Đánh giá thực tế tại Việt Nam trong tương quan với các ngưỡng cần thiết

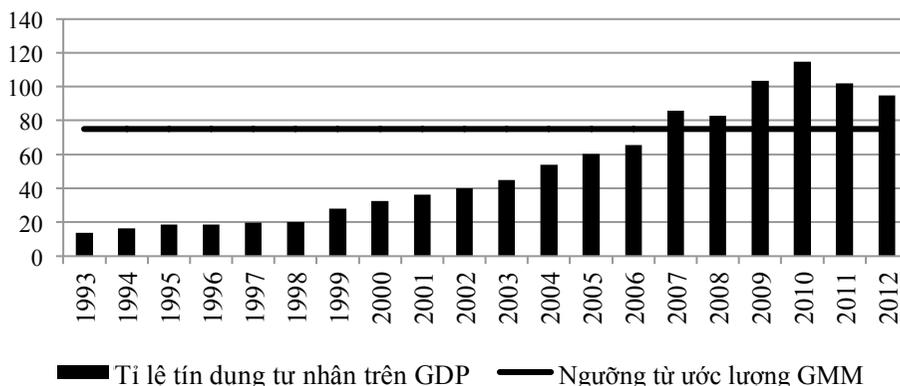
Kết quả nghiên cứu cho thấy để đạt được những tác động tích cực của hội nhập tài chính đến tăng trưởng, các quốc gia cần đạt được một số điều kiện ban đầu cần thiết là mức độ phát triển tài chính và chất lượng thể chế. Đối với VN, giai đoạn 2007–2008 đánh dấu bước ngoặt lớn trong quá trình hội nhập tài chính thế giới cả về mặt quy định lẫn mức độ tích hợp thực tế (Hình 3). Liệu quá trình hội nhập tài chính nhảy vọt sau năm 2007 có thực sự hiệu quả, đặc biệt trong bối cảnh thế giới đang chịu những tác động nặng nề của khủng hoảng tài chính?



Nguồn: Dữ liệu cập nhật từ Lane & Milesi-Ferretti (2007) và Chinn & Ito (2008)

### Hình 3. Mức độ mở cửa tài chính của VN

Hình 4 biểu diễn độ sâu tài chính của VN giai đoạn 1993–2013 trong tương quan với ngưỡng cần thiết ước lượng từ SGMM. Tại thời điểm 2007, tỉ lệ tín dụng tư nhân trên GDP của VN đạt 85,6%, cao hơn so với những ước lượng từ kết quả hồi quy GMM là 75%. Đồng thời, đủ cao để hệ số tác động của hội nhập tài chính đến tăng trưởng dương có ý nghĩa thống kê. Trên mức ngưỡng này, hệ số tác động của hội nhập tài chính tổng thể đến tăng trưởng giúp khuếch đại ảnh hưởng tích cực của mở cửa tài chính tăng cao trong giai đoạn sau 2007. Tuy nhiên, độ sâu tài chính này mới chỉ vừa vượt qua ngưỡng cần thiết, đồng thời có xu hướng bất ổn hoặc thậm chí có xu hướng giảm từ năm 2011 đến nay. Nếu xu hướng giảm không được cải thiện và xuống thấp hơn ngưỡng yêu cầu, tác động tiêu cực của mở cửa tài chính có thể gia tăng do hệ số mở cửa tài chính tổng thể âm.

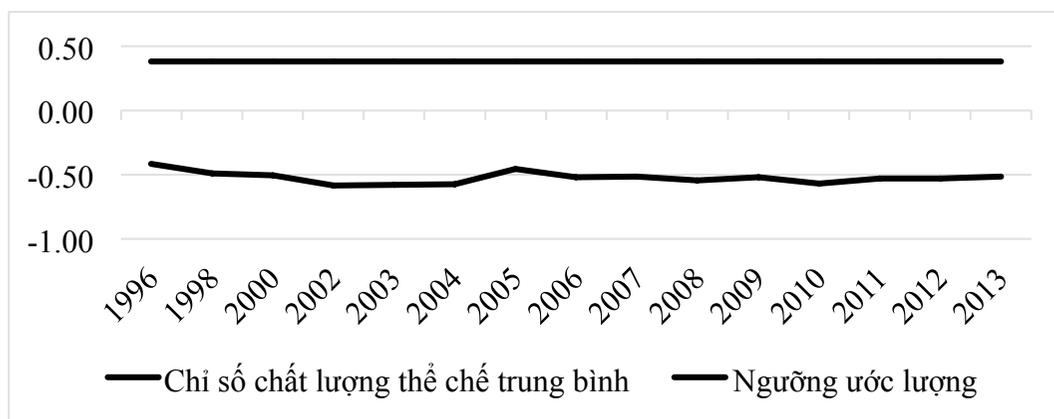


Nguồn: WDI và tính toán (Bảng 2)

**Hình 4.** Tỷ lệ tín dụng tư nhân trên GDP của VN và ngưỡng ước lượng (%)

Ngược lại, chỉ số chất lượng thể chế của VN không những đang ở rất xa so với ngưỡng cần thiết mà hầu như không có xu hướng cải thiện (Hình 5). So với mức ngưỡng ước lượng cần thiết là 0,38, tại thời điểm năm 2007, trung bình các chỉ số chất lượng thể chế VN chỉ đạt -0,51.

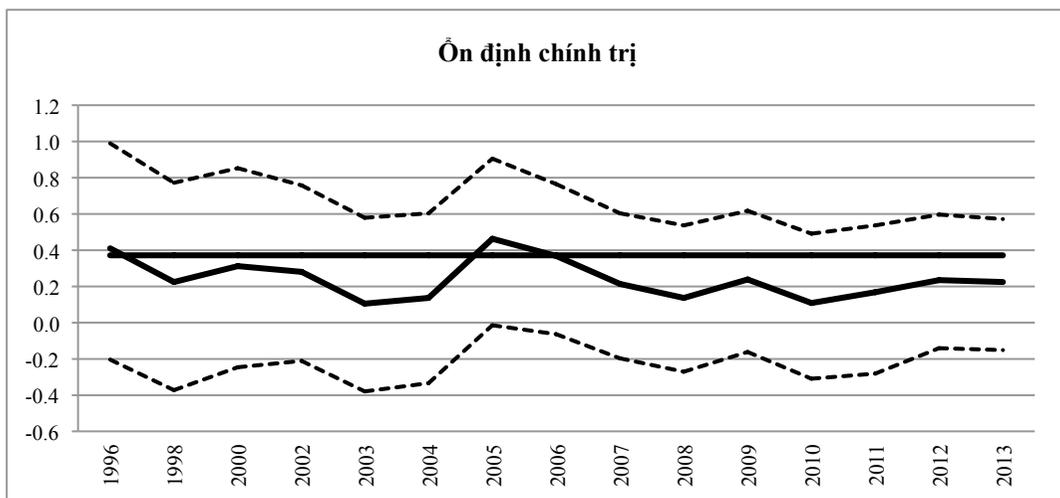
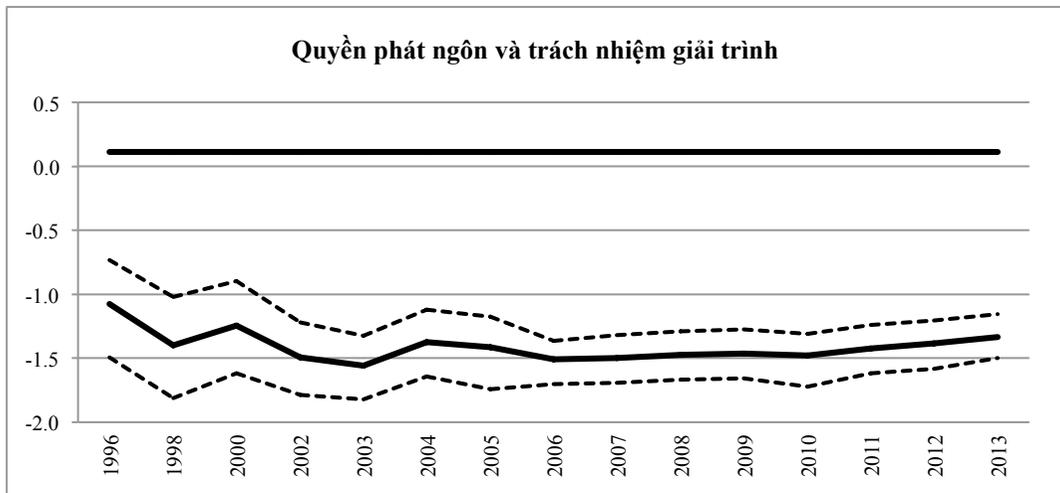
Xem xét các khía cạnh của chỉ số chất lượng thể chế, chỉ số ổn định chính trị của VN có biểu hiện tốt nhất. Đồng thời, dù biến động, nhưng có thể chấp nhận việc chỉ số này đã đạt ngưỡng ước lượng yêu cầu khi so sánh với ngưỡng ước lượng riêng cho bản thân chỉ số (0,37 – mặc dù không có ý nghĩa thống kê). Tuy nhiên, từ năm 2005 đến nay, chỉ số này có xu hướng giảm.

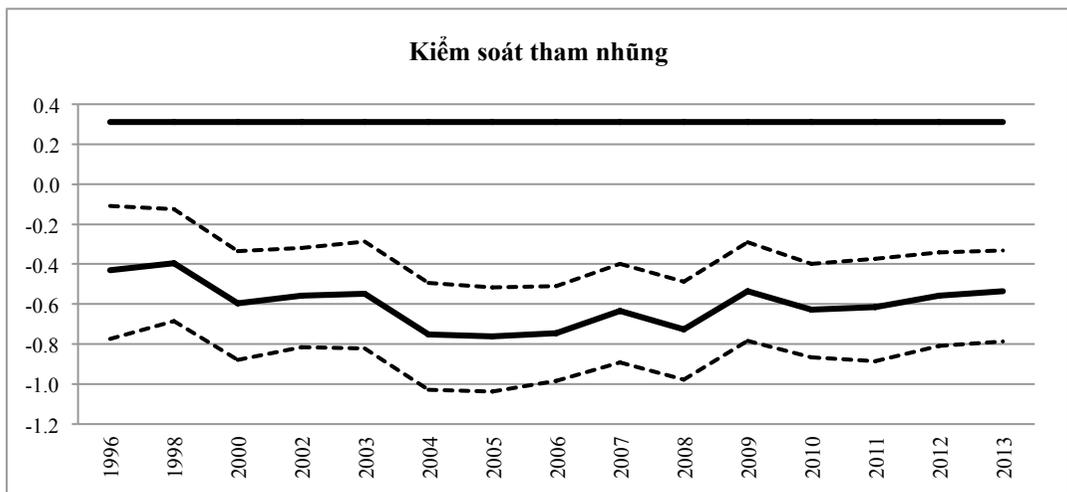
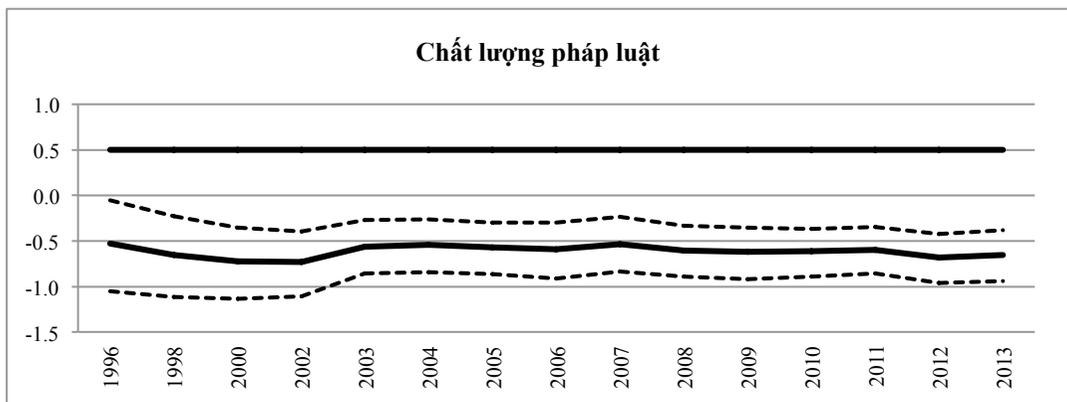
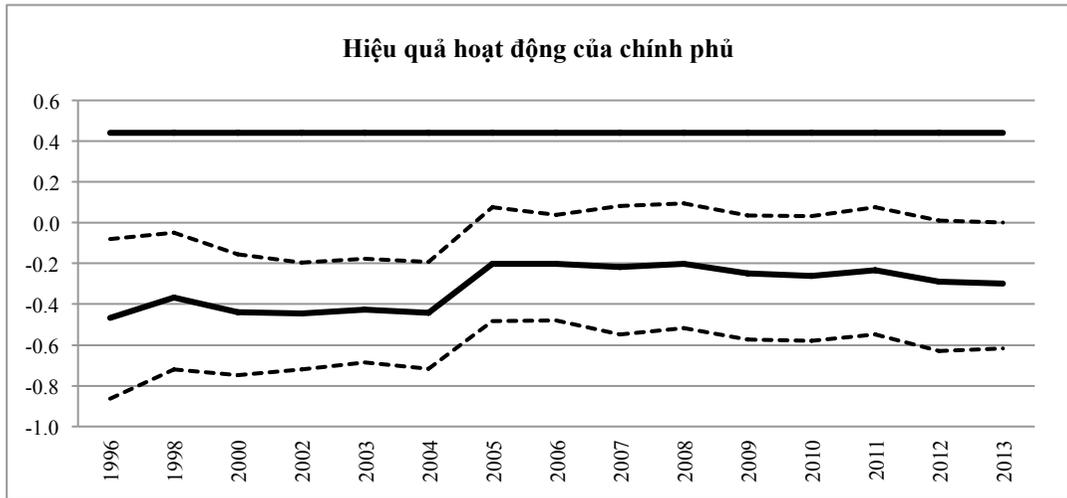


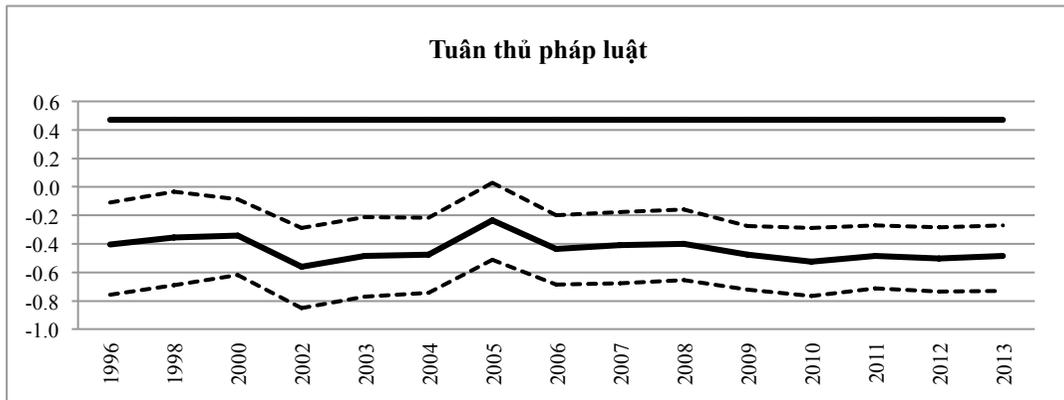
Nguồn: WGI và tính toán (Bảng 4)

**Hình 5.** Trung bình chỉ số chất lượng thể chế của VN và ngưỡng ước lượng

Chỉ số Quyền phát ngôn và trách nhiệm giải trình luôn là chỉ số thấp nhất của VN, thường xuyên ở nhóm 0% - 10% toàn cầu. Tại thời điểm năm 2007, chỉ số này của VN chỉ đạt -1,5 điểm so với ngưỡng 0,11 yêu cầu. Đến năm 2013 chỉ số này cũng chỉ đạt 1,3 điểm. Điểm số thấp này phản ánh những e ngại rõ nét của các tổ chức, cá nhân và các chuyên gia được khảo sát về quyền phát ngôn của dân chúng và trách nhiệm giải trình của chính phủ, qua những sự kiện thực tế có thể kể đến như Nghị định 72/2013/NĐ-CP ban hành tháng 9/2013 liên quan đến việc kiểm soát Internet. Cả bốn chỉ số còn lại đều vẫn rất thấp so với ngưỡng yêu của bản thân từng chỉ số. Trong đó, ngoài kiểm soát tham nhũng, các chỉ số còn lại đều có xu hướng giảm (Hình 6).







Nguồn: WGI và tính toán (Bảng 4)

Ghi chú: Đường thẳng nằm ngang thể hiện ngưỡng cần thiết ước lượng tương ứng với từng chỉ số. Hai đường đứt nét thể hiện khoảng tin cậy 90% của chỉ số tương ứng

**Hình 6.** Các chỉ số phản ánh chất lượng thể chế của VN và các ngưỡng ước lượng

## 6. Kết luận và gợi ý chính sách

### 6.1. Kết luận

Trong nghiên cứu này, tác giả dựa trên nghiên cứu của Kose & cộng sự (2011) xem xét một số cấu trúc thực nghiệm trên nội dung của điều kiện ngưỡng, từ đó cung cấp các định hướng chính sách trong vấn đề này. Kết quả cho thấy tồn tại các mức ngưỡng của các biến cụ thể là các nhân tố ảnh hưởng quan trọng đến mối quan hệ giữa hội nhập tài chính và tăng trưởng. Trong đó, hai ngưỡng được xác định rõ ràng nhất là độ sâu tài chính và chất lượng thể chế. Đối với VN, nghiên cứu chỉ ra trình độ phát triển tài chính của VN đã bước đầu đáp ứng các điều kiện ngưỡng cần thiết để hội nhập tài chính hiệu quả, nhưng thiếu ổn định. Ngược lại, chỉ số chất lượng thể chế của VN vẫn đang rất thấp so với ngưỡng yêu cầu và một cách tổng thể, đang có xu hướng giảm.

### 6.2. Kiến nghị và gợi ý chính sách

Từ những phân tích trên, có thể nhận thấy những lợi ích tích cực từ hội nhập tài chính với trình độ phát triển tài chính đạt ngưỡng có thể giảm thiểu hoặc chuyển sang tiêu cực do tình trạng chất lượng thể chế, năng lực điều hành chính sách vĩ mô còn yếu kém. Kết quả nghiên cứu trên đây, dẫn đến một số hàm ý chính sách sau:

- Trong ngắn hạn, cho đến khi cải thiện tương đối chất lượng thể chế và nâng cao trình độ phát triển tài chính, VN vẫn tiến hành tự do hóa tài khoản vốn có kiểm soát

thay vì tự do hóa hoàn toàn. Tuy nhiên, cần hướng đến biện pháp kiểm soát dòng vốn quốc tế mang tính gián tiếp nhiều hơn là sử dụng các biện pháp mang tính hành chính. Chẳng hạn như đánh thuế nặng trên các dòng vốn mang tính đầu cơ ngắn hạn và có chính sách thuế khuyến khích đối với các dòng vốn FDI tạo ra nhiều công ăn việc làm và không ảnh hưởng đến môi trường.

- Quản lý chặt chẽ nợ nước ngoài của Chính phủ, nhất là nợ của khối DNNN thông qua phát hành trái phiếu quốc tế. Chính phủ không nên thực hiện bảo lãnh nợ nước ngoài đối với các DNNN.

- Trong bối cảnh tự do hóa dòng vốn có kiểm soát như đề xuất, Chính phủ cần thực hiện chính sách tỉ giá linh hoạt hơn nữa để làm giảm sức ép can thiệp trên thị trường ngoại hối. Điều này sẽ làm giảm sức ép Chính phủ phải lấy dự trữ ngoại hối quốc tế can thiệp trên thị trường. Bởi lẽ dự trữ ngoại hối quốc tế chính là một tấm đệm bảo đảm an toàn tài chính quốc gia trong quá trình hội nhập.

- Trong dài hạn, với mức độ phát triển tài chính đã đạt ngưỡng yêu cầu, cần chú trọng phát triển ổn định, đặc biệt là về độ sâu tài chính. Ngược lại, đổi mới và nâng cao chất lượng thể chế đáp ứng các điều kiện ngưỡng cần thiết được xem là vấn đề cấp bách trước những cam kết mở cửa sau gia nhập WTO. Có thể bắt đầu từ những khía cạnh có khoảng cách gần nhất so với ngưỡng yêu cầu: Bắt đầu từ ổn định chính trị, hiệu quả hoạt động của Chính phủ, tuân thủ pháp luật, kiểm soát tham nhũng, chất lượng pháp luật, và cuối cùng là quyền phát ngôn và trách nhiệm giải trình. Trong đó, chú trọng những vấn đề liên quan đến hỗ trợ phát triển và giám sát thị trường tài chính■

---

### Chú thích

<sup>1</sup> Hệ số tác động biên của mở cửa tài chính đến tăng trưởng trong ước lượng FE là  $-0,0207PC^2 + 0,0484PC - 0,0235$ . Các ngưỡng trên/ dưới là kết quả của việc giải phương trình để hệ số tác động biên bằng 0

<sup>2</sup> Ngưỡng trên là kết quả của tương tác bình phương. Tác giả đã thử nghiệm tương tác mở cửa tài chính với các đa thức bậc cao hơn của biến ngưỡng. Các hệ số của các biến tương tác bậc cao hơn thường không có ý nghĩa thống kê và độ lớn rất nhỏ.

## Tài liệu tham khảo

- Acemoglu, D., Johnson, S., Robinson, J. A., & Thaicharoen, Y. (2003). Institutional causes, macroeconomic symptoms: Volatility, crises and growth. *Journal of Monetary Economics*, 50(1), 49-123.
- Aghion, P., Bacchetta, P., Rancière, R., & Rogoff, R. (2009). Exchange rate volatility and productivity growth: The role of financial development. *Journal of Monetary Economics*, 56 (4), 494-513.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58, 277-297.
- Bekaert, G., Harvey, C.R., & Lundblad, C. (2005). Does financial liberalization spur growth? *Journal of Financial Economics*, 77(1), 3-55.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
- Calvo, G., Izquierdo, A., & Mejía, L.-F. (2004). On the empirics of sudden stops: The relevance of balance-sheet effects (*Proceedings, Federal Reserve Bank of San Francisco*)
- Chanda, A. (2005). The influence of capital controls on long run growth: Where and how much? *Journal of Development Economics*, 77(2), 441-466.
- Chang, R., Kaltani, L., & Loayza, N. V. (2009). Openness can be good for growth: The role of policy complementarities. *Journal of Development Economics*, 90(1), 33-49.
- Chinn, M. D., & Ito, H. (2008). A new measure of financial openness. *Journal of Comparative Policy Analysis*, 10(3), 309-322.
- Frankel, J., Cavallo, E. A. (2008). Does openness to trade make countries more vulnerable to sudden stops or less? Using gravity to establish causality. *Journal of International Money and Finance*, 27, 1430-1452
- Klein, M.W. (2005). Capital account liberalization, institutional quality and economic growth: Theory and evidence. (*Working Paper*, No. 11112). Cambridge, M.A: NBER.
- Kose, M. A., Prasad, E. S., Rogoff, K., & Wei, S.-J. (2009). Financial globalization: A reappraisal. *IMF Staff Papers*, 56(1), 8-62.
- Kose, M. A., Prasad, E. S., & Taylor, A. D., (2011). Threshold in the process of international financial integration. *Journal of International Money and Finance*, 30(1), 147-179
- Kraay, A. (1998). In search of the macroeconomic effects of capital account liberalization. (*Unpublished*). Washington D.C: World Bank
- Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M., (2007). The external wealth of nations Mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004. *Journal of International Economics*, 73(2), 223-250.

- Mishkin, F. S. (2006). *The next great globalization: How disadvantaged nations can harness their financial systems to get rich*. Princeton, N.J: Princeton University Press
- Obstfeld, M., & Rogoff, K. (1995). The mirage of fixed exchange rates. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 73-96.
- Roodman, D. (2006). How to do xtabond2: An introduction to “Difference” and “System” GMM in Stata (*Working Paper, No. 103*). Washington, D.C: Center for Global Development.
- Quinn, D. P., & Toyoda, A. M. (2008). Does capital account liberalization lead to growth? *Review of financial studies*, 21(3), 1403-1449.
- Wei, S.-J. (2001). Domestic crony capitalism and international fickle capital: Is there a connection? *International Finance*, 4(1), 15-46.