

Các yếu tố quyết định sự phát triển của thị trường chứng khoán: Trường hợp các nước đang phát triển và Việt Nam

SỬ ĐÌNH THÀNH

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM – dinhthanh@ueh.edu.vn

BÙI THỊ MAI HOÀI

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM – maihoai@ueh.edu.vn

NGUYỄN VĂN BÓN

Trường Đại học Ngoại thương cơ sở II - TP.HCM – bonvnguyen@yahoo.com

Ngày nhận:

05/07/2016

Ngày nhận lại:

10/12/2016

Ngày duyệt đăng:

31/03/2017

Mã số:

2016-G32-S5

Từ khóa:

Phát triển thị trường chứng khoán; Các yếu tố vĩ mô; Thể chế; Ước lượng GMM hai bước

Keywords:

Stock market development; Macroeconomic factors; Institutions; Two-way GMM estimation.

Thị trường chứng khoán là kênh huy động vốn dài hạn quan trọng của nền kinh tế, tuy nhiên, các yếu tố quyết định sự phát triển của thị trường này vẫn chưa được xác định rõ ràng ở các nước đang phát triển. Tác giả tiến hành nghiên cứu các yếu tố quyết định sự phát triển của thị trường chứng khoán ở VN và các nước đang phát triển bằng phương pháp GMM hai bước thông qua bộ dữ liệu bảng của 36 quốc gia trong giai đoạn 2003–2004. Nghiên cứu đã tìm thấy hai kết quả đáng ngạc nhiên. Thứ nhất, tăng trưởng kinh tế, tín dụng nội địa, và thanh khoản thị trường chứng khoán là các yếu tố quyết định có tác động dương đến sự phát triển của thị trường chứng khoán ở các nước đang phát triển; trong khi tác động của cung tiền là âm, các yếu tố thể chế như hiệu quả chính phủ và nhà nước pháp quyền có tác động dương, ngược lại với kiểm soát tham nhũng và ổn định chính trị (có tác động âm). Thứ hai, liên quan đến phát triển thị trường chứng khoán ở VN, tác động của các yếu tố vĩ mô (như: Tăng trưởng kinh tế, đầu tư trong nước, FDI, tín dụng nội địa, cung tiền, thanh khoản thị trường chứng khoán, và lạm phát) là âm trong khi tác động của các biến thể chế (bao gồm: Kiểm soát tham nhũng, hiệu quả chính phủ, ổn định chính trị, chất lượng các quy định, nhà nước pháp quyền, tiếng nói và trách nhiệm giải trình) là dương. Điều này hàm ý thể chế được thiết lập tốt rất quan trọng trong việc đẩy mạnh nhu cầu đối với cổ phiếu và hiệu quả của thị trường chứng khoán ở VN.

Abstract

Stock market is a key channel to the mobilization of long-term capital in an economy, and determinants of stock market development in developing countries are still undecided. This paper aims to investigate these determinants in Vietnam and other developing countries, whose differences are also pointed out by applying two-way Generalized Method of Moments to the panel data of 36 developing countries over the period of 2003–2014. Our findings are intriguing. First, in developing countries economic growth, domestic credit, and stock market liquidity are positive determinants of the development of stock market. While the effect of money supply is negative, institutional factors such as government effectiveness and rule of law have significantly positive impacts, in contrast to corruption control and political stability (whose impacts are significant and negative). Second, regarding the development of the stock market in Vietnam, the effects of such macroeconomic factors as economic growth, domestic investment, foreign direct investment, domestic credit, broad money supply, stock market liquidity, and inflation are significant and negative, whereas those of all institution variables, including control of corruption, government effectiveness, political stability, regulatory quality, rule of law, and voice and accountability, are significant and positive. This implies that well-established institutions are crucial for promoting a demand for stocks and stock market performance in Vietnam.

1. Giới thiệu

Trong hơn hai thập kỷ qua, thị trường chứng khoán nổi lên như một kênh tài chính quan trọng nhằm tăng vốn dài hạn ở các nước đang phát triển, góp phần đáng kể vào mục tiêu tăng trưởng kinh tế trong dài hạn. Liên quan đến chủ đề các yếu tố quyết định sự phát triển của thị trường chứng khoán đã có một vài nghiên cứu thực nghiệm xác định các yếu tố vĩ mô có ảnh hưởng đến sự phát triển ở các nước đang phát triển như: Quartey và Gaddah (2007), El-Nader và Alraimony (2013), Evrim-Mandaci và cộng sự (2013), Phan và Vo (2013), Shahbaz và cộng sự (2015), Acquah-Sam (2016). Tuy nhiên, kết quả thực nghiệm vẫn còn gây tranh cãi do sự thiếu nhất quán của dữ liệu và các phương pháp ước lượng. Bên cạnh đó, chỉ có một số ít nghiên cứu về vai trò của chất lượng thể chế trong sự phát triển của thị trường chứng khoán.

Ở VN, thị trường chứng khoán xuất hiện từ đầu năm 2000 với sự ra đời đầu tiên của Trung tâm Giao dịch Chứng khoán TP.HCM và sau đó là đến Hà Nội. Trong suốt thập kỷ qua, thị trường chứng khoán VN phát triển mạnh mẽ với số lượng công ty niêm yết

ngày càng tăng, góp phần cải thiện tính thanh khoản và vốn hóa thị trường. Hiện nay, tổng số công ty niêm yết trên cả hai sở giao dịch là hơn 800 công ty. Thị trường chứng khoán VN được kì vọng sẽ phát triển hơn nữa khi Nhà nước tiến hành cải cách chính sách và tái cơ cấu thị trường để huy động vốn nhằm đáp ứng nhu cầu vốn dài hạn trong quá trình công nghiệp hóa - hiện đại hóa. Tuy nhiên, nghiên cứu về các yếu tố quyết định sự phát triển này ở VN vẫn còn nhiều hạn chế.

Nghiên cứu này xuất phát từ một số lý do. Lý do đầu tiên là từ nguồn tài liệu nghiên cứu xoay quanh câu hỏi liệu các yếu tố vĩ mô có ảnh hưởng đến sự phát triển thị trường chứng khoán hay không, cụ thể là các nghiên cứu của Evrim-Mandaci và cộng sự (2013), Phan và Vo (2013), Shahbaz và cộng sự (2015), Acquah-Sam (2016). Những mối quan ngại về chất lượng thể chế dẫn đến phát triển thị trường chứng khoán được nhấn mạnh bởi các nhà hoạch định chính sách, nhà đầu tư, và nhà nghiên cứu học thuật. Những bằng chứng gần đây của Claessens và cộng sự (2001), Gani và Ngassam (2008), Yartey (2010), Asongu (2012), và Ayaydin và Baltaci (2013) đều ủng hộ lập luận rằng chất lượng thể chế có tầm quan trọng đối với sự phát triển của thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, sự thiếu nhất quán của dữ liệu nghiên cứu và các phương pháp ước lượng khiến cho kết quả thực nghiệm còn nhiều hạn chế. Mặt khác, xuất phát từ bối cảnh nghiên cứu ở VN, một số nghiên cứu gần đây (Batten & Vo, 2014; Vo, 2015) đã khai thác các khía cạnh khác nhau của thị trường chứng khoán VN - vốn được xem là một thị trường mới nổi, nơi mà các yếu tố quyết định đến sự phát triển của thị trường này chưa được xác định rõ ràng. Tuy nhiên, tác động của chất lượng thể chế và các yếu tố vĩ mô đến sự phát triển của thị trường chứng khoán vẫn cần được nghiên cứu thêm.

Bài báo được cấu trúc như sau: Phần 1 giới thiệu sơ lược về động cơ nghiên cứu, phần 2 là tổng quan về các yếu tố quyết định sự phát triển của thị trường chứng khoán; phần 3 giới thiệu về mô hình, phương pháp và dữ liệu nghiên cứu cho các phân tích thực nghiệm; kết quả nghiên cứu sẽ được trình bày và thảo luận trong phần 4; và cuối cùng, phần 5 tổng kết lại nghiên cứu.

2. Tổng quan nghiên cứu

Nghiên cứu về sự phát triển thị trường chứng khoán có thể chia thành 3 nhóm chính: (1) Tập trung vào các yếu tố vĩ mô của vốn hóa thị trường; (2) nghiên cứu về sự tác động của thể chế; và (3) phân tích vai trò của dòng FDI đối với sự phát triển của thị trường chứng khoán.

Liên quan đến các yếu tố vĩ mô quyết định sự phát triển của thị trường chứng khoán, đa số các nghiên cứu cho rằng các yếu tố vĩ mô như: Tăng trưởng kinh tế, tỉ lệ tiết kiệm, tỉ lệ đầu tư, phát triển trung gian tài chính, và thanh khoản thị trường vốn có ảnh hưởng quan trọng đến vốn hóa thị trường. Bằng cách sử dụng phương pháp VECM và kiểm định Johansen, Quartey và Gaddah (2007) nhận định rằng các yếu tố tăng trưởng kinh tế, tín dụng đối với khu vực tư nhân, tỉ giá, và tổng tiết kiệm nội địa có tác động dương trong khi lãi suất có tác động âm đến sự phát triển của thị trường chứng khoán ở Ghana trong suốt giai đoạn 1991–2004. Thông qua mô hình thực nghiệm tương tự như mô hình của Quartey và Gaddah (2007), El-Nader và Alraimony (2013) kết luận cung tiền, thanh khoản thị trường vốn, tỉ lệ đầu tư, lạm phát, và tín dụng cho khu vực tư nhân tác động dương trong khi GDP danh nghĩa và tiền gửi ròng tác động âm đến sự phát triển của thị trường chứng khoán ở Jordan giai đoạn 1990–2011. Trong khi đó, Evrim-Mandaci và cộng sự (2013) đã sử dụng ước lượng Random-Effect SUR để phân tích các yếu tố chính quyết định sự phát triển thị trường chứng khoán ở 30 nước đã và đang phát triển trong suốt giai đoạn từ năm 1960 đến năm 2007 (giai đoạn trước cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu). Kết quả cho thấy tín dụng cho khu vực tư nhân, FDI, và tiền gửi là những yếu tố quyết định dương đến sự phát triển của thị trường chứng khoán. Tương tự, bằng cách áp dụng mô hình có hệ số không đổi thông qua ước lượng Pooled – OLS đối với 6 nước Đông Nam Á trong khoảng thời gian 1990–2008, Phan và Vo (2013) xác nhận các yếu tố chính quyết định sự phát triển của thị trường chứng khoán bao gồm: Tỉ lệ tăng trưởng kinh tế, thị trường chứng khoán, tổng tiết kiệm nội địa, tín dụng cho khu vực tư nhân, cung tiền M2, và biến đổi của lạm phát; trong đó, sự bất ổn về vĩ mô (biến đổi lạm phát) tác động âm trong khi các biến số còn lại tác động dương đến vốn hóa thị trường chứng khoán. Ngược lại, bằng cách sử dụng mô hình VECM và kiểm định ARDL, Shahbaz và cộng sự (2015) chỉ ra rằng lạm phát có tác động dương đối với sự phát triển thị trường chứng khoán ở Pakistan giai đoạn 1974–2010; ngoài lạm phát, các yếu tố như tăng trưởng kinh tế, tỉ lệ đầu tư, và tín dụng cho khu vực tư nhân có tác động dương trong khi độ mở thương mại lại có tác động âm đến sự phát triển của thị trường chứng khoán. Gần đây hơn, bằng cách sử dụng phương pháp SEM với dữ liệu thứ cấp hàng quý kéo dài từ năm 1991 đến năm 2011 của Ghana, Acquah-Sam (2016) cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho thấy tác động của tỉ lệ đầu tư và tăng trưởng kinh tế đến sự phát triển thị trường chứng khoán là dương trong khi tác động của lãi suất lại có dấu hiệu âm.

Song song đó, một vài nghiên cứu cũng chỉ ra rằng sự phát triển trung gian tài chính

và vốn hóa thị trường chứng khoán là hai yếu tố bổ sung thay vì thay thế lẫn nhau. Các kết quả ước lượng sử dụng FEM của Garcia và Liu (1999) khẳng định sự phát triển trung gian tài chính có tác động dương đến sự phát triển của thị trường chứng khoán ở 15 quốc gia đã và đang phát triển trong suốt thời kì 1980–1995; hơn nữa, các yếu tố quyết định dương đến sự phát triển của thị trường chứng khoán ở các quốc gia này được tìm thấy bao gồm: Tỷ lệ tăng trưởng, tỉ lệ tiết kiệm, lãi suất, và thanh khoản thị trường chứng khoán. Với cùng phương pháp và kết quả như nghiên cứu của Garcia và Liu (1999), Ben Naceur và cộng sự (2007) chỉ ra yếu tố trung gian tài chính và thị trường chứng khoán là hai yếu tố bổ sung thay vì thay thế lẫn nhau trong quá trình tăng trưởng diễn ra ở 12 nước Trung Đông và Bắc Phi (MENA) giai đoạn 1979–1999. Bên cạnh đó, Ben Naceur và cộng sự (2007) cũng xác định tỉ lệ tiết kiệm, tín dụng cho khu vực tư nhân, thanh khoản thị trường chứng khoán, và biến đổi của lạm phát là các yếu tố quyết định dương đến sự phát triển của thị trường chứng khoán. Trong khi đó, Cherif và Gazdar (2010) đã cải tiến phương pháp để xử lí hiện tượng ngoại sinh giữa các biến. Thông qua phương pháp ước lượng Fixed Effects và Random Effects, các nhà nghiên cứu kết luận giữa trung gian tài chính và thị trường chứng khoán ở 14 quốc gia MENA tồn tại mối quan hệ bổ sung trong giai đoạn 1990–2007; các yếu tố khác như tăng trưởng kinh tế, tỉ lệ tiết kiệm, tín dụng cho khu vực tư nhân, thanh khoản thị trường chứng khoán, và lãi suất cũng có tác động dương đến sự phát triển của thị trường chứng khoán.

Những điểm tương đồng của các nghiên cứu trên nằm ở hàm ý chính sách. Theo các nghiên cứu này, để thúc đẩy sự phát triển thị trường vốn, nhà nước nên khuyến khích tiết kiệm, cải thiện tính thanh khoản, phát triển trung gian tài chính, và kiểm soát lạm phát.

Không giống như các nghiên cứu trên, vai trò của thể chế đối với sự phát triển của thị trường chứng khoán chỉ mới được nghiên cứu gần đây. Bằng phương pháp ước lượng GLS, Fixed Effects, và Fixed Effects có hiệu chỉnh cho sai số AR(1) với mẫu nghiên cứu là 8 nước Châu Á trong khoảng thời gian 1996–2005, Gani và Ngassam (2008) phát hiện tác động dương của yếu tố nhà nước pháp quyền và ổn định chính trị, trong khi chất lượng luật lệ kém và hiệu quả chính phủ lại có tác động âm; ngoài ra, tăng trưởng kinh tế và tính phổ biến của công nghệ là những yếu tố quyết định dương đến vốn hóa thị trường chứng khoán. Các nhà nghiên cứu nhấn mạnh vai trò nổi bật của chất lượng thể chế trong việc cải thiện hiệu quả của thị trường. Tương tự, bằng cách sử dụng ước lượng GMM Arellano-Bond sai phân cho dữ liệu bảng của 42 nền kinh tế mới nổi trong giai đoạn 1990–2004, Yartey (2010) chỉ ra các yếu tố thể chế như rủi ro chính trị, luật và trật

tự, giải trình dân chủ, và chất lượng bộ máy hành chính thúc đẩy sự phát triển thị trường chứng khoán thông qua việc nâng cao tính khả thi của nguồn tài chính bên ngoài; đồng thời một số yếu tố vĩ mô (gồm: Tăng trưởng kinh tế, tín dụng cho khu vực tư nhân, tổng đầu tư nội địa, thanh khoản thị trường chứng khoán) có tác động dương đối với sự phát triển của thị trường. Trong khi đó, bằng cách áp dụng kỹ thuật ước lượng biến công cụ đối với 14 nước ở châu Phi từ 1990–2010, Asongu (2012) lập luận rằng chất lượng của thể chế chính phủ ảnh hưởng dương đến sự phát triển của thị trường chứng khoán. Những phát hiện này chỉ ra rằng môi trường thể chế chính phủ tốt sẽ có lợi cho thị trường chứng khoán với giá trị giao dịch cổ phiếu cao, vốn hóa thị trường tăng, tỉ lệ doanh thu tốt hơn, và số lượng công ty niêm yết sẽ nhiều hơn.

FDI được xem là một trong những nguồn lực quan trọng để phát triển và tăng trưởng kinh tế ở các nước trên thế giới. Hầu hết các tài liệu nghiên cứu ngoại trừ Raza và Jawaid (2014) cho rằng FDI có vai trò ý nghĩa đối với sự phát triển của thị trường chứng khoán. Với bộ dữ liệu nghiên cứu của 77 quốc gia trong giai đoạn 1975–2000, Claessens và cộng sự (2001) chỉ ra FDI không phải là yếu tố thay thế, mà là yếu tố bổ sung cho sự phát triển thị trường chứng khoán trong nước. Trong khi đó, Jeffus (2004) chỉ ra rằng FDI có tác động dương đến sự phát triển thị trường chứng khoán ở 4 nước Mỹ Latin trong thời kì 1988–2002. Tương tự vậy, bằng cách sử dụng ước lượng OLS, Raza và cộng sự (2012) kết luận FDI thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán ở Pakistan giai đoạn 1988–2009, trong khi với phương pháp tiếp cận Johansen, Abdul Malik và Amjad (2013) đưa ra bằng chứng thực nghiệm để ủng hộ giả thuyết FDI đóng vai trò dương trong việc đẩy mạnh sự phát triển của thị trường chứng khoán ở Pakistan giai đoạn 1985–2011. Nghiên cứu gần đây của Raza và cộng sự (2015) sử dụng kiểm định ARDL, các kỹ thuật DOLS và FMOLS để phân tích dữ liệu chuỗi thời gian hàng năm của Pakistan giai đoạn 1976–2011 cũng nhận định FDI tác động dương đến vốn hóa thị trường chứng khoán trong thời gian dài lẫn ngắn hạn. Ngược lại, kết quả ước lượng từ việc áp dụng kỹ thuật VECM cùng kiểm định ARDL cho 18 nước châu Á giai đoạn 2000–2010 của Raza và Jawaid (2014) khẳng định FDI tác động âm đến vốn hóa thị trường chứng khoán trong thời gian dài lẫn ngắn hạn.

Ngoài chất lượng thể chế, các yếu tố tham nhũng, dân chủ, và lòng tin cũng là thước đo của thể chế. Nghiên cứu của Ayaydin và Baltacı (2013) áp dụng ước lượng Fixed Effects với dữ liệu bảng của 42 nền kinh tế mới nổi giai đoạn 1996–2011 cho kết quả tham nhũng tác động âm đến sự phát triển thị trường chứng khoán trong khi ngành ngân hàng lại có tác động dương. Kết quả thực nghiệm cho thấy các yếu tố vĩ mô, bao gồm:

Tín dụng cho khu vực tư nhân, tỉ lệ lạm phát, cung tiền, tỉ lệ tăng trưởng kinh tế, tổng tiết kiệm, dòng vốn FDI, và lãi suất thực là những yếu tố có ý nghĩa quyết định đến sự phát triển của thị trường chứng khoán. Nghiên cứu gần đây của Biswas và Ofori (2015) áp dụng phương pháp GLS - Random Effects với mẫu là 22 quốc gia châu Phi trong giai đoạn 1985–2011 chỉ ra rằng tính dân chủ và hạn chế của hiến pháp về số năm làm việc của một giám đốc điều hành góp phần cải thiện đáng kể sự phát triển của thị trường chứng khoán. Gần đây hơn, Ng và cộng sự (2016) sử dụng sự liên quan của vốn xã hội trong sự phát triển thị trường như một đại diện cho các tổ chức xã hội (lòng tin). Thông qua mô hình BMA áp dụng cho 37 biến số từ 60 quốc gia giai đoạn 2000–2006, các nhà nghiên cứu nhận thấy lòng tin là một yếu tố có ý nghĩa quyết định đến sự phát triển của thị trường chứng khoán và là thành phần có mối liên quan gần nhất của vốn xã hội trong sự phát triển của thị trường; ổn định vĩ mô (đại diện bởi sự biến đổi của lạm phát) tác động ngược lại đến lòng tin trong việc giao dịch cổ phiếu; ngoài ra, kết quả ước lượng minh họa cho mối liên hệ giữa vốn xã hội, đặc biệt là lòng tin, và phát triển thị trường ở các quốc gia giàu có với môi trường thể chế kém.

Tóm lại, liên quan đến các quan điểm khác nhau trong các nghiên cứu hiện có, cho đến nay chỉ có một số ít nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng GMM Arellano-Bond hệ thống để phân tích tác động của các yếu tố vĩ mô, FDI, và thể chế đến sự phát triển của thị trường chứng khoán với mẫu nghiên cứu là các nước đang phát triển. Đây cũng là khoảng trống nghiên cứu mà bài viết này nhắm đến.

Các ước lượng của bộ dữ liệu vĩ mô thường bị chệch do hiện tượng nội sinh và tự tương quan chuỗi. Các phương pháp ước lượng Fixed Effects và Random Effects không thể giải quyết những vấn đề trên, đặc biệt là hiện tượng phương sai sai số không đồng nhất. Trong khi đó, hai phương pháp ước lượng đặc thù của mô hình phân bố trễ tự hồi quy (ARDL) cho dữ liệu bảng là ước lượng PMG và ước lượng MG đòi hỏi khoảng thời gian quan sát tương đối dài để ước lượng tác động của các biến hồi quy trong cả ngắn hạn lẫn dài hạn. Bên cạnh đó, phương pháp ước lượng IV-2SLS cần sử dụng một vài biến công cụ trong số các biến hồi quy để giải quyết vấn đề nội sinh. Cụ thể, Judson và Owen (1999) dựa trên phương pháp Monte Carlo để đánh giá độ chệch giữa các phương pháp ước lượng OLS, hồi quy biến giá tối thiểu (LSDV), LSDV có hiệu chỉnh, ước lượng Anderson-Hsiao, và phương pháp GMM Arellano-Bond. Đồng thời, trong phần kết luận, Judson và Owen (1999) đề xuất là nên sử dụng phương pháp ước lượng GMM Arellano-Bond đối với dữ liệu bảng trong khoảng thời gian ngắn.

3. Mô hình thực nghiệm, phương pháp nghiên cứu và dữ liệu

3.1. Mô hình thực nghiệm

Dựa trên nghiên cứu của Yartey (2008), tác giả sử dụng phương trình dưới đây để xác định các yếu tố quyết định sự phát triển của thị trường chứng khoán ở các quốc gia đang phát triển:

$$CAP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CAP_{it-1} + \alpha_2 X_{it} + \eta_i + \zeta_{it} \quad (1)$$

Mô hình cơ bản dưới đây được bổ sung để kiểm định trường hợp ở VN:

$$CAP_{it} = \beta_0 + \beta_1 CAP_{it-1} + \beta_2 X_{it} + \beta_3 vn_X_{it} + \eta_i + \zeta_{it} \quad (2)$$

Trong đó:

i : Các quốc gia;

t : Khoảng thời gian;

$\eta_i \sim iid(0, \sigma_\eta)$; $\zeta_{it} \sim iid(0, \sigma_\zeta)$; $E(\eta_i, \zeta_{it}) = 0$;

vn_X : Tập hợp các biến được hình thành bởi sự tương tác giữa biến giả (D) đối với trường hợp VN và các biến X ;

$D=1$ nếu i là VN, $D=0$ nếu là các nước khác.

X : Tập hợp các yếu tố vĩ mô quyết định sự phát triển của thị trường chứng khoán. X được lựa chọn như sau:

- Tăng trưởng kinh tế (tổng sản phẩm quốc nội thực trên đầu người, sau đây gọi tắt là GDP): Theo Garcia và Liu (1999), và Yartey (2010), GDP có quan hệ dương với quy mô thị trường chứng khoán. Một vài yếu tố có thể làm tăng thu nhập thực tế thông qua thị trường chứng khoán và ngược lại, thu nhập tăng cao thúc đẩy sự phát triển của thị trường này.

- Tổng đầu tư và tiết kiệm trong nước (INV): Garcia và Liu (1999) cho rằng cũng giống như các trung gian tài chính, thị trường chứng khoán sẽ là kênh huy động các khoản tiết kiệm cho các dự án đầu tư. Theo đó, tiết kiệm càng nhiều, vốn đầu tư càng cao.

- Dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI): Dòng vốn FDI và sự phát triển thị trường chứng khoán có thể là những lựa chọn bổ sung hoặc thay thế. Nghiên cứu của Claessens và cộng sự (2001), Jeffus (2004), Raza và cộng sự (2012), Abdul Malik và Amjad (2013), và Raza và cộng sự (2015) cho rằng FDI tác động dương đến sự phát

triển thị trường chứng khoán trong khi Raza và Jawaid (2014) lại khẳng định ngược lại.

- Phát triển trung gian tài chính: Có thể được xác định bởi tín dụng nội địa cho khu vực tư (CRE) và cung tiền mở rộng (M2). Theo Garcia và Liu (1999), ngành ngân hàng và thị trường chứng khoán có thể là những lựa chọn thay thế hoặc bổ sung vì cả hai đều có khả năng huy động tổng tiết kiệm nội địa cho các dự án đầu tư.

- Thanh khoản thị trường chứng khoán (LIQ): Tính thanh khoản là một trong những tính chất của thị trường chứng khoán. Nhiều dự án đầu tư với lợi nhuận cao cần có cam kết dài hạn về vốn, điều này dẫn đến rủi ro thanh khoản cao (Garcia & Liu, 1999). Nhờ tính thanh khoản của thị trường chứng khoán, các nhà đầu tư có thể thay đổi danh mục đầu tư một cách nhanh chóng với chi phí thấp, giúp giảm rủi ro đầu tư và gia tăng lợi nhuận. Do đó, thị trường chứng khoán càng có tính thanh khoản, khoản tiết kiệm càng cao.

- Ổn định vĩ mô: Được đo bởi yếu tố lạm phát (INF). Ổn định vĩ mô góp phần quan trọng đối với sự phát triển của thị trường chứng khoán. Garcia và Liu (1999) nhận định tình hình kinh tế ngày càng biến động là do có ít công ty và nhà tiết kiệm tham gia vào thị trường chứng khoán.

- Chất lượng thể chế: Pagano (1993) nhận định các quy định và thể chế cũng ảnh hưởng đến hiệu quả của thị trường chứng khoán. Việc để lộ thông tin kinh doanh của các công ty sẽ thu hút các nhà đầu tư tham gia vào thị trường vốn và từ đó thúc đẩy sự phát triển thị trường này.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu áp dụng phương pháp GMM hệ thống hai bước để ước lượng phương trình 1 và 2. Quá trình ước lượng hai phương trình này gặp phải một vài vấn đề nghiêm trọng với mô hình Fixed Effects trong trường hợp dữ liệu bảng động với biến trễ bậc một của biến phụ thuộc (CAP_{it-1}). CAP_{it-1} có tương quan với phần sai số vì nó là một hàm của CAP . Do hệ quả của biến đổi mang tính kỹ thuật bên trong η , biến trễ của biến phụ thuộc (CAP_{it-1}) làm tăng sai số chuẩn. Kết quả là gây nên sự chệch do mẫu lớn trong việc ước lượng hệ số biến trễ của biến phụ thuộc, và không thể giảm bớt bằng cách tăng η (Nickell, 1981). Nếu phương pháp ước lượng có liên quan đến biến trễ của biến phụ thuộc thì ở chừng mực nào đó hệ số của nó sẽ bị chệch nghiêm trọng. Ngoài ra, trong trường hợp dữ liệu có khoảng thời gian quan sát ngắn, các ước lượng dữ liệu chéo sẽ bị chệch do sự tương quan giữa biến trễ của biến phụ thuộc và tác động cố định không

quan sát được của các đơn vị bảng (đặc điểm của các quốc gia) khi giá trị hiện tại của biến phụ thuộc tự nó phụ thuộc vào các tác động cố định của các đơn vị bảng, và điều này sẽ biến mất khi mẫu có khoảng thời gian quan sát dài. Giải pháp là sử dụng bất kỳ kỹ thuật Fixed Effects nào để loại bỏ tác động phụ thuộc thời gian bằng cách lấy sai phân (ví dụ như: Sai phân bậc nhất, biến đổi dữ liệu nhóm...). Bằng cách lấy sai phân bậc nhất, tác động cố định của các đơn vị bảng sẽ bị loại bỏ vì nó không thay đổi theo thời gian. Tuy nhiên, trong trường hợp này, phần sai số sẽ có vài độ trễ, và do đó sẽ tương quan với biến trễ của biến phụ thuộc, dẫn đến kết quả ước lượng bị chệch. Một số phương pháp xử lý được gợi ý trong các tài liệu nghiên cứu trước đây (Anderson & Hsiao, 1982; Arellano & Bond, 1991; Blundell & Bond, 1998).

Arellano và Bond (1991) đề xuất phương pháp ước lượng GMM sai phân hiệu quả hơn so với ước lượng của Anderson và Hsiao (1982). Ước lượng GMM xử lý tốt các yếu tố nội sinh, phương sai thay đổi, và tự tương quan chuỗi vì nó được thiết kế đặc biệt để nắm bắt được tình trạng kết hợp nội sinh của một vài biến giải thích thông qua ma trận có trọng số của các biến công cụ bên trong, có tính đến tương quan chuỗi và phương sai thay đổi. Phương pháp GMM đòi hỏi một tập hợp biến công cụ để xử lý vấn đề nội sinh và một tập hợp biến khác để giải quyết mối tương quan giữa biến trễ của biến phụ thuộc và đại lượng sai số. Biến công cụ bao gồm các độ trễ thích hợp của các biến nội sinh và các biến ngoại sinh. Kỹ thuật ước lượng này dễ dàng sinh ra nhiều biến công cụ vì vào giai đoạn t , tất cả độ trễ trước đó có thể được xem là biến công cụ riêng lẻ. Tuy nhiên, vấn đề lớn của phương pháp ước lượng GMM Arellano-Bond sai phân nằm ở chỗ phương sai của ước lượng có thể gia tăng mạnh và khiến ước lượng bị chệch đáng kể. Blundell và Bond (1998), và Blundell và cộng sự (2001) chỉ ra việc ước lượng trong các sai phân bậc nhất có độ chệch lớn và độ chính xác thấp, ngay cả trong các nghiên cứu với số lượng lớn các đơn vị bảng (η). Phương pháp ước lượng GMM hệ thống gần như có những đặc điểm tốt nhất trong trường hợp mẫu nghiên cứu nhỏ. Với những chuỗi dữ liệu có tính bền (Persistence) vừa phải hoặc cao, ước lượng GMM hệ thống thể hiện độ chệch thấp nhất và độ chính xác cao nhất (Soto, 2009).

Phương pháp ước lượng GMM hệ thống đòi hỏi các điều kiện Moment được xác định trên sai số hồi quy. Giả định của các điều kiện Moment là các biến công cụ ngoại sinh. Vì lý do này, các Moment của sai số với các biến công cụ bằng 0. Trong phương pháp GMM hệ thống, các biến công cụ và biến giải thích trong mỗi phương trình đều phải được xem xét chọn lựa kỹ càng bởi vì một phương trình có thể có mức độ xác định thấp (Under-Identified), mức độ xác định chính xác (Exactly Identified), và mức độ xác định

cao (Over-Identified) còn tùy thuộc vào số biến công cụ trong phương trình lần lượt nhỏ hơn, bằng, hoặc lớn hơn các giải thích được ước lượng. Phương pháp ước lượng GMM hệ thống hai bước được cho là có hiệu quả cao hơn so với dạng một bước do sử dụng các ma trận con có trọng số, tuy nhiên phương pháp này lại gây ra chệch do các sai số chuẩn chưa được hiệu chỉnh khi số lượng biến công cụ tăng cao. Về mặt này, Roodman (2009) đã đưa ra quy tắc ngón tay cái về số lượng biến công cụ phải nhỏ hơn số đơn vị bằng (η).

Trong phương pháp ước lượng GMM hệ thống, kiểm định Sargan và Hansen đưa ra giả thuyết H_0 “các biến công cụ là ngoại sinh”. Vì vậy, giá trị p của thống kê Sargan và Hansen càng cao càng tốt để chấp nhận giả thuyết này. Kiểm định Arellano-Bond để kiểm định sự tự tương quan chuỗi với giả thuyết H_0 về khả năng không có tự tương quan, do đó, nó được áp dụng cho các đại lượng sai số ở dạng sai phân. Kiểm định cho quá trình AR(2) ở các sai phân bậc nhất thường bác bỏ giả thuyết H_0 . Kiểm định ở AR(2) là thực tiễn hơn vì nó phát hiện được sự tự tương quan chuỗi ở các biến gốc (không phải ở dạng sai phân).

3.3. Dữ liệu

Dữ liệu chéo và chuỗi thời gian được trích ra để hình thành dữ liệu bảng không cân bằng của 36 nước đang phát triển (20 ở châu Á, 10 ở Mỹ Latin, và 6 ở châu Phi) trong giai đoạn 2003–2014 từ World Development Indicator của Ngân hàng Thế giới và World Economic Outlook của Quỹ tiền tệ Quốc tế. Một số giá trị bị khuyết của bộ dữ liệu ở một vài nước được tham khảo tại www.tradingeconomics.com và www.indexmundi.com. Tác giả xác định và tính toán các biến như sau:

CAP: Vốn hóa thị trường chứng khoán đại diện cho sự phát triển của thị trường chứng khoán (% GDP)

GDP: Tổng sản phẩm quốc nội bình quân đầu người thực, đại diện cho tăng trưởng kinh tế của quốc gia (biến này được sử dụng dưới dạng Logarit tự nhiên)

INV: Đầu tư trong nước (% GDP)

FDI: Đầu tư trực tiếp nước ngoài, vốn ròng (% GDP)

CRE: Tín dụng trong nước cho khu vực tư nhân (% GDP)

MO2: Cung tiền mở rộng (M2) (% GDP)

LIQ: Giá trị giao dịch, tổng giá trị (% GDP)

INFL: Lạm phát mỗi năm (%)

Chất lượng thể chế: Bao gồm 6 chỉ số quản trị của Ngân hàng thế giới, được xác định như sau:

Kiểm soát tham nhũng (IN1): Đo lường mức độ cảm nhận, qua đó công quyền được thực thi vì lợi ích của các cá nhân.

Hiệu quả chính phủ (IN2): Là sự nhận thức về hiệu quả của các dịch vụ công, dịch vụ dân sự và mức độ độc lập trước áp lực chính trị, hiệu quả của việc ban hành và thực hiện chính sách, và độ tin cậy của cam kết chính phủ đối với các chính sách đó.

Ổn định chính trị và không bạo lực/khủng bố (IN3): Là mức độ nhận thức về khả năng ổn định chính trị và/hoặc bạo lực có động cơ chính trị, bao gồm cả khủng bố.

Chất lượng các quy định (IN4): Đo lường sự nhận thức về khả năng của Nhà nước khi thiết kế, ban hành và thực hiện các quy định, chính sách hợp lý để thúc đẩy sự phát triển của khu vực tư nhân.

Nhà nước pháp quyền (IN5): Nhận thức về việc các cơ quan tuân thủ những quy tắc của xã hội như thế nào, đặc biệt là chất lượng thực thi hợp đồng, quyền sở hữu, cảnh sát và tòa án.

Tiếng nói và giải trình trách nhiệm (IN6): Là nhận thức về việc công dân của một nước có quyền lựa chọn chính phủ của mình, quyền tự do ngôn luận, tự do hội họp và tự do báo chí.

Ước lượng các chỉ số này cho phép điểm của một nước được đánh giá dựa trên chỉ số tổng hợp, dao động trong khoảng từ -2,5 đến 2,5.

Giá trị thống kê là các năm 1996, 1998, 2000 và khoảng thời gian 2002–2014. Các giá trị bị khuyết (năm 1997, 1999, và 2001) được thay thế bởi tổng giá trị trung bình của các năm trước và sau đó.

Bảng 1**Mô tả thống kê các biến**

Biến	Quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Vốn hóa thị trường chứng khoán (CAP)	432	46,263	37,369	0,360	196,71
Log GDP bình quân đầu người (GDP)	432	8,142	1,220	5,709	11,037
Đầu tư trong nước (INV)	432	23,779	7,992	5,458	73,600
Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)	432	3,861	4,227	-4,377	45,273
Tín dụng nội địa (CRE)	432	50,386	30,136	2,700	146,746
Cung tiền M2 (MO2)	432	65,275	43,712	0,500	255,46
Thanh khoản thị trường chứng khoán (LIQ)	432	19,238	36,917	0,008	372,25
Lạm phát (INF)	432	6,062	5,093	-4,863	39,226
Kiểm soát tham nhũng (IN1)	432	-0,208	0,616	-1,320	1,722
Hiệu quả chính phủ (IN2)	432	-0,020	0,531	-1,200	1,477
Ổn định chính trị (IN3)	432	-0,413	0,936	-2,812	1,210
Chất lượng các quy định (IN4)	432	-0,015	0,578	-1,730	1,536
Nhà nước pháp quyền (IN5)	432	-0,176	0,614	-1,522	1,426
Tiếng nói và trách nhiệm giải trình (IN6)	432	-0,318	0,731	-1,862	1,244

36 quốc gia trong mẫu nghiên cứu được mô tả là các nước đang phát triển trải qua giai đoạn phát triển thị trường vốn tương đối ngắn. Đặc biệt, chất lượng của môi trường thể chế ở các nước này còn thấp. Các quốc gia này khác nhau về văn hóa, phong tục tập quán, địa lý, và dân số, những đặc điểm này được biểu thị bằng biến η_i (không quan sát được thời gian bất biến, tác động cụ thể của quốc gia) trong mô hình thực nghiệm. Tuy nhiên, trong quá trình ước lượng, η_i đã bị loại bỏ bởi ước lượng GMM hệ thống hai bước (xem thêm ở phần 3.2).

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Các yếu tố vĩ mô

Bảng 2 trình bày kết quả ước lượng ban đầu mà không có yếu tố thể chế. Mô hình 3 là ước lượng gốc bao gồm các yếu tố vĩ mô quyết định sự phát triển của thị trường chứng khoán như GDP, đầu tư trong nước (INV), FDI, tín dụng nội địa (CRE), cung tiền M2 (MO2), và thanh khoản thị trường chứng khoán (LIQ). Nghiên cứu đã đưa ra một số phát hiện đáng quan tâm.

Thứ nhất, đầu tư trong nước và FDI đều có tác động không đáng kể đến sự phát triển thị trường chứng khoán, điều này đi ngược lại với các kết quả nghiên cứu trước đây như: Garcia và Liu (1999), Claessens và cộng sự (2001), Jeffus (2004), Yartey (2010), Raza và cộng sự (2012), Abdul Malik và Amjad (2013), Ayaydin và Baltacı (2013), El-Nader và Alraimony (2013), Evrim-Mandacı và cộng sự (2013), Raza và cộng sự (2015), Shahbaz và cộng sự (2015), và Acquah-Sam (2016).

Thứ hai, hệ số có ý nghĩa dương của GDP cho thấy ở các nước đang phát triển tỉ lệ tăng trưởng càng cao, thị trường chứng khoán phát triển càng mạnh. Kết quả này tương tự với các nghiên cứu trước đây như: Garcia và Liu (1999), Claessens và cộng sự (2001), Quartey và Gaddah (2007), Gani và Ngassam (2008), Yartey (2010), Ayaydin và Baltacı (2013); Phan và Vo (2013); Raza và Jawaid (2014); Raza và cộng sự (2015); Shahbaz và cộng sự (2015); Acquah-Sam (2016). Tăng trưởng kinh tế là kết quả của tỉ lệ tiết kiệm hộ gia đình cao và lực lượng lao động gia tăng, cũng như công cuộc cải cách kĩ thuật. Nhu cầu đầu vào sản xuất gia tăng (vốn, lao động, kĩ thuật) do các doanh nghiệp mới thành lập, dẫn đến sự gia tăng vốn hóa thị trường chứng khoán.

Thứ ba, hệ số tín dụng nội địa có tác động dương ý nghĩa, phù hợp với các kết quả nghiên cứu của Garcia và Liu (1999), Yartey (2010), El-Nader và Alraimony (2013), và Shahbaz và cộng sự (2015). Kết quả này cho thấy mức tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (CRE) càng cao, vốn hóa thị trường chứng khoán càng tăng trưởng mạnh. Điều này hàm ý ngành ngân hàng và thị trường chứng khoán ở các nước đang phát triển tồn tại một mối quan hệ bổ sung. Thực tế, nhu cầu vốn ở các nước đang phát triển có thể gia tăng trong khi sự phát triển ngành ngân hàng ở các quốc gia này không đủ lớn mạnh để thỏa mãn những nhu cầu đó. Vì vậy, khu vực tư nhân ở các nước đang phát triển cũng phải phụ thuộc vào nguồn vốn từ thị trường chứng khoán, ngoài ra, các dự án đầu tư cũng cần nguồn vốn.

Thứ tư, cung tiền mở rộng (M2) có tác động ý nghĩa âm đến vốn hóa thị trường chứng khoán, trái ngược với kết quả nghiên cứu của Garcia và Liu (1999), Cherif và Gazdar (2010), Ayaydin và Baltacı (2013), El-Nader và Alraimony (2013), và Phan và Vo (2013). Mối quan hệ âm giữa cung tiền mở rộng và vốn hóa thị trường chứng khoán hàm ý cung tiền nhiều sẽ làm giảm lãi suất. Khi lãi suất giảm, các doanh nghiệp sẽ tìm kiếm khoản vay bổ sung từ các tổ chức tài chính do chi phí thấp, dẫn đến việc sụt giảm vốn hóa thị trường chứng khoán. Điều này cho thấy các nước đang phát triển phụ thuộc quá nhiều vào các tổ chức tài chính nhằm cung cấp tín dụng cho các hoạt động kinh tế khi vốn hóa thị trường chứng khoán vẫn còn đang khá ít so với nhu cầu vốn.

Thứ năm, hệ số thanh khoản thị trường chứng khoán có tác động dương, phù hợp với nghiên cứu của Garcia và Liu (1999), Ben Naceur và cộng sự (2007), Cherif và Gazdar (2010), Yartey (2010), El-Nader và Alraimony (2013), và Phan và Vo (2013). Thực vậy, thị trường chứng khoán càng có tính thanh khoản cao, khoản tiết kiệm càng cao.

Cuối cùng, tác động của vốn hóa thị trường chứng khoán là âm, tương tự như kết quả nghiên cứu của Claessens và cộng sự (2001), Ben Naceur và cộng sự (2007), Ayaydin và Baltacı (2013), và Phan và Vo (2013). Ổn định vĩ mô được đo bởi mức độ lạm phát cũng là yếu tố góp phần vào sự phát triển của thị trường chứng khoán. Việc lạm phát gia tăng dẫn đến biến động vĩ mô, kết quả là các doanh nghiệp và nhà đầu tư sẽ không có thêm động lực để tham gia vào thị trường chứng khoán.

Bảng 2

Các yếu tố vĩ mô của phát triển thị trường chứng khoán ở các nước đang phát triển

	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3
Vốn thị trường chứng khoán (-1)	0,533 ^{***}	0,631 ^{***}	0,440 ^{***}
Log GDP bình quân đầu người	9,106 ^{***}	4,888 ^{**}	1,702 [*]
Đầu tư trong nước	-0,098	-0,024	0,027
Đầu tư trực tiếp nước ngoài		-0,168	-0,113
Tín dụng nội địa			0,332 ^{***}
Cung tiền M2			-0,205 ^{***}
Thanh khoản thị trường chứng khoán			0,250 ^{***} (0,019)
Lạm phát			-1,269 ^{***}

	Mô hình 1	Mô hình 2	Mô hình 3
Hằng số	-51,046 ^{***}	-23,965 ^{***}	12,633 [*]
Quan sát	396	396	396
Số biến công cụ	20	22	33
Số nhóm	36	36	36
Kiểm định AR (2)	0,146	0,132	0,217
Kiểm định Sargan	0,354	0,124	0,292
Kiểm định Hansen	0,156	0,186	0,135

Ghi chú: *, **, và *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5%, và 1%;

Độ lệch chuẩn nằm trong dấu ngoặc đơn;

Biến phụ thuộc: Vốn hóa thị trường chứng khoán (% GDP).

4.2. Chất lượng thể chế và sự phát triển thị trường chứng khoán

Ở phần này, tác giả ước lượng tác động của các thành phần chất lượng thể chế đến sự phát triển của thị trường chứng khoán. Kết quả ước lượng ở Bảng 3 cho thấy tác động của các yếu tố GDP, đầu tư trong nước (INV), FDI, tín dụng nội địa (CRE), cung tiền M2 (MO2), thanh khoản thị trường chứng khoán (LIQ), và lạm phát (INF) phù hợp với tất cả ước lượng trước đó. Phát hiện này cung cấp bằng chứng thực nghiệm mới về sự tác động của chất lượng thể chế đến sự phát triển của thị trường chứng khoán. Hệ số kiểm soát tham nhũng (IN1) trong Mô hình 1 có ý nghĩa âm, khác với kết quả nghiên cứu của Gani và Ngassam (2008), Yartey (2010), và Asongu (2012). Kết quả này cho thấy cải thiện vấn đề kiểm soát tham nhũng có thể làm giảm nhu cầu của các nhà đầu tư về vốn chủ sở hữu và chi phí bảo hiểm rủi ro. Kết quả nghiên cứu ủng hộ ý kiến cho rằng tham nhũng giống như một chất bôi trơn cần thiết để thúc đẩy sự phát triển của thị trường chứng khoán ở các nước đang phát triển. Theo Swaleheen (2011) và Dzhumashev (2014), tham nhũng có thể tạo điều kiện cho tăng trưởng phát triển bằng cách giúp các doanh nghiệp tránh được những chính sách công nặng nề. Mô hình 2 đánh giá sự ảnh hưởng của hiệu quả chính phủ (IN2) đối với sự phát triển của thị trường chứng khoán. Góp phần nâng cao chất lượng hoạch định và thực hiện chính sách cũng như độ tin cậy về cam kết của chính phủ đối với các chính sách, hiệu quả chính phủ có mối liên hệ dương với sự phát triển của thị trường chứng khoán. Kết quả này củng cố ý kiến cho rằng hiệu quả chính phủ tác động dương đến sự phát triển của thị trường chứng khoán.

Mô hình 3 kiểm định tác động của ổn định chính trị (IN3) đến sự phát triển của thị trường chứng khoán. Kết quả kiểm định cho thấy hệ số ổn định chính trị là âm, phù hợp với nghiên cứu của Goldsmith (1987), làm sáng tỏ lý thuyết của Mancur Olson (2008) về tăng trưởng và ổn định chính trị. Tác động của chất lượng quy định (IN4) đến sự phát triển của thị trường chứng khoán được trình bày trong Mô hình 4. Chất lượng các quy định thể hiện khả năng của Nhà nước trong việc hoạch định, thực hiện các chính sách và quy định hợp lý nhằm thúc đẩy sự phát triển của khu vực tư nhân, do đó yếu tố này có liên hệ dương với sự phát triển của thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, kết quả này cho thấy chất lượng các quy định ảnh hưởng không đáng kể đối với sự phát triển của thị trường chứng khoán ở các nước đang phát triển. Trong Mô hình 5, tác giả kiểm nghiệm mối quan hệ giữa nhà nước pháp quyền (IN5) và sự phát triển của thị trường chứng khoán và nhận thấy đây là mối quan hệ có ý nghĩa dương. Kết quả này hàm ý rằng nhà nước pháp quyền là một yếu tố quyết định sự phát triển của thị trường chứng khoán, và sự cải thiện yếu tố này có thể làm giảm rủi ro thị trường chứng khoán, tạo điều kiện cho đầu tư vốn và gia tăng lợi nhuận ở các nước đang phát triển. Mô hình 6 kiểm định tác động của tiếng nói và giải trình trách nhiệm (IN6), kết quả kiểm định cho thấy hệ số tiếng nói và giải trình trách nhiệm là dương nhưng không có ý nghĩa thống kê. Điều này có nghĩa là việc cải thiện tiếng nói và giải trình trách nhiệm không góp phần nâng cao hiệu quả của thị trường chứng khoán ở các nước đang phát triển.

Bảng 3

Tác động của chất lượng thể chế đến sự phát triển thị trường chứng khoán ở các nước đang phát triển

	Mô hình 1 (IN1)	Mô hình 2 (IN2)	Mô hình 3 (IN3)	Mô hình 4 (IN4)	Mô hình 5 (IN5)	Mô hình 6 (IN6)
Vốn thị trường chứng khoán (-1)	0,466*** (0,042)	0,566*** (0,033)	0,467*** (0,066)	0,455*** (0,043)	0,551*** (0,033)	0,341*** (0,035)
Log GDP bình quân đầu người	2,644** (1,034)	2,567*** (0,665)	4,470*** (1,409)	1,619* (0,839)	3,866*** (0,419)	2,487*** (0,677)
Đầu tư trong nước	-0,005 (0,081)	-0,074 (0,046)	-0,003 (0,072)	-0,103 (0,077)	-0,140*** (0,040)	-0,074 (0,116)
Đầu tư trực tiếp nước ngoài	-0,039 (0,164)	-0,169 (0,129)	0,111 (0,400)	-0,035 (0,131)	-0,164 (0,126)	-0,111 (0,192)

	Mô hình 1 (IN1)	Mô hình 2 (IN2)	Mô hình 3 (IN3)	Mô hình 4 (IN4)	Mô hình 5 (IN5)	Mô hình 6 (IN6)
Tín dụng nội địa	0,464*** (0,068)	0,117*** (0,029)	0,316*** (0,113)	0,371*** (0,060)	0,200*** (0,040)	0,526*** (0,090)
Cung tiền M2	-0,294*** (0,060)	-0,069*** (0,024)	-0,198** (0,089)	-0,226*** (0,054)	-0,106*** (0,030)	-0,410*** (0,074)
Thanh khoản thị trường chứng khoán	0,191*** (0,037)	0,166*** (0,172)	0,232*** (0,022)	0,223*** (0,031)	0,039*** (0,017)	0,303*** (0,026)
Lạm phát	-1,229*** (0,139)	-0,853*** (1,612)	-1,007*** (0,243)	-1,153*** (0,125)	-0,835*** (0,093)	-1,182*** (0,095)
Chất lượng thể chế	-4,917** (2,386)	4,056** (1,612)	-6,720** (2,625)	1,117 (2,068)	3,733*** (1,120)	0,064 (2,122)
Hằng số	1,861 (9,069)	2,866 (5,348)	-16,384 (13,547)	13,843 (8,258)	-4,764 (4,052)	14,029** (5,906)
Biến quan sát	360	396	396	360	396	396
Số công cụ	32	36	27	32	36	35
Số nhóm	36	36	36	36	36	36
Kiểm định AR(2)	0,178	0,173	0,174	0,195	0,205	0,271
Kiểm định Sargan	0,290	0,102	0,366	0,241	0,545	0,102
Kiểm định Hansen	0,289	0,218	0,158	0,256	0,204	0,258

Ghi chú: *, **, và *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5%, và 1%;

Độ lệch chuẩn nằm trong dấu ngoặc đơn;

Biến phụ thuộc: Vốn hóa thị trường chứng khoán (% GDP).

Bảng 4

Tác động của các yếu tố vĩ mô đến sự phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam

	Mô hình 1 (vnD_gdp)	Mô hình 2 (vnD_inv)	Mô hình 3 (vnD_fdi)	Mô hình 4 (vnD_mo2)	Mô hình 5 (vnD_cre)	Mô hình 6 (vnD_liq)	Mô hình 7 (vnD_inf)
Vốn thị trường chứng khoán (-1)	0,389*** (0,041)	0,346*** (0,039)	0,360*** (0,040)	0,328*** (0,041)	0,327*** (0,039)	0,376*** (0,041)	0,395*** (0,042)
Log GDP bình quân đầu người	1,790* (0,960)	2,594** (1,013)	2,422** (1,021)	2,818** (1,118)	2,896*** (1,066)	2,429** (0,946)	2,207** (0,876)
Đầu tư trong nước	0,024 (,069)	-0,029 (0,069)	-0,017 (0,074)	-0,043 (0,077)	-0,050 (0,074)	-0,022 (0,067)	-0,003 (0,071)
Đầu tư trực tiếp nước ngoài	-0,027 (0,143)	-0,031 (0,165)	-0,040 (0,164)	-0,016 (0,170)	0,0005 (0,171)	-0,032 (0,155)	-0,098 (0,164)
Tín dụng nội địa	0,333*** (0,065)	0,425*** (0,067)	0,421*** (0,064)	0,444*** (0,067)	0,434*** (0,069)	0,403*** (0,063)	0,384*** (0,066)
Cung tiền M2	-0,163** (0,063)	-0,249*** (0,058)	-0,246*** (0,056)	-0,256*** (0,061)	-0,248*** (0,062)	-0,246*** (0,056)	-0,227*** (0,056)
Thanh khoản thị trường chứng khoán	0,261*** (0,020)	0,264*** (0,021)	0,264*** (0,021)	0,269*** (0,021)	0,268*** (0,021)	0,262*** (0,021)	0,252*** (0,019)
Lạm phát	-1,175*** (0,108)	-1,157*** (0,106)	-1,158*** (0,108)	-1,141*** (0,106)	-1,131*** (0,105)	-1,210*** (0,109)	-1,169*** (0,111)
vnD_X	-4,137*** (1,138)	-0,546*** (0,078)	-2,453*** (0,403)	-0,149*** (0,021)	-0,177*** (0,025)	-1,034*** (0,224)	-1,019*** (0,226)
Hằng số	11,224 (7,909)	8,482 (8,447)	8,880 (8,333)	7,144 (8,916)	6,644 (8,727)	9,355** (8,037)	9,651 (7,550)
Biến quan sát	396	396	396	396	396	396	396
Số biến công cụ	34	34	34	34	34	34	34
Số nhóm	36	36	36	36	36	36	36
Kiểm định	0,233	0,250	0,248	0,259	0,259	0,235	0,233

	Mô hình 1 (vnD_gdp)	Mô hình 2 (vnD_inv)	Mô hình 3 (vnD_fdi)	Mô hình 4 (vnD_mo2)	Mô hình 5 (vnD_cre)	Mô hình 6 (vnD_liq)	Mô hình 7 (vnD_inf)
AR(2)							
Kiểm định Sargan	0,612	0,280	0,280	0,279	0,281	0,278	0,290
Kiểm định Hansen	0,600	0,107	0,113	0,110	0,112	0,105	0,121

Ghi chú: *, **, và *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5%, và 1%;

Độ lệch chuẩn nằm trong dấu ngoặc đơn;

Biến phụ thuộc: Vốn hóa thị trường chứng khoán (% GDP).

4.3. Các yếu tố quyết định sự phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam

Tác giả nghiên cứu các yếu tố vĩ mô quyết định sự phát triển của thị trường chứng khoán VN thông qua việc xây dựng một biến giả đại diện cho VN, sau đó kiểm nghiệm mối tương quan giữa biến VN và các biến vĩ mô khác như tăng trưởng kinh tế (GDP), đầu tư trong nước (INV), FDI, tín dụng nội địa (CRE), cung tiền M2 (MO2), thanh khoản thị trường (LIQ), và lạm phát (INF). Các mối tương quan này sinh ra 6 biến mới gồm vnD_lgdp, vnD_inv, vnD_fdi, vnD_cre, vnD_mo2, vnD_liq, và vnD_inf. Nghiên cứu lần lượt ước lượng 6 mô hình với mỗi hồi quy có chứa một trong số 6 biến (Phương trình 2). Kết quả ước lượng ở Bảng 4 cho thấy các yếu tố vĩ mô quyết định đến sự phát triển của thị trường chứng khoán VN và các nước đang phát triển là khác nhau. Tất cả các yếu tố vĩ mô đều có ảnh hưởng âm đến sự phát triển của thị trường chứng khoán VN. Mô hình 1 cho thấy tác động âm của GDP đến sự phát triển của thị trường chứng khoán VN, điều này chứng tỏ việc cải thiện GDP không góp phần thúc đẩy sự phát triển thị trường. Kết quả này củng cố những phát hiện của Vo và cộng sự (2016). Mô hình 2 và 3 nghiên cứu vai trò của đầu tư tư nhân (đầu tư trong nước và đầu tư trực tiếp nước ngoài) trong việc quyết định sự phát triển của thị trường chứng khoán VN. Mô hình 4 và 5 mô tả tác động của phát triển trung gian tài chính (gồm tín dụng nội địa và cung tiền M2) đến sự phát triển thị trường chứng khoán VN. Mức độ phát triển trung gian tài chính cao có quan hệ ý nghĩa âm với sự phát triển của thị trường chứng khoán. Kết quả này trái ngược với kết quả nghiên cứu của Anwar và Nguyen (2011). Tác động của thanh khoản thị trường đến sự phát triển thị trường chứng khoán VN được mô tả trong Mô hình 6. Do hệ số thanh khoản có ý nghĩa âm nên sự gia tăng tính thanh khoản của thị trường chứng khoán không giúp cải thiện sự phát triển thị trường chứng khoán. Ở Mô hình 7, tác động

của lạm phát được biểu thị rõ, chứng tỏ mối liên hệ với sự phát triển của thị trường chứng khoán VN là âm.

Tiếp đó, tác giả nghiên cứu tác động của chất lượng thể chế đến sự phát triển thị trường chứng khoán ở VN. Tương tự, một biến giả đại diện cho trường hợp ở VN và được kết hợp với các biến thể chế như kiểm soát tham nhũng (IN1), hiệu quả chính phủ (IN2), ổn định chính trị (IN3), chất lượng các quy định (IN4), nhà nước pháp quyền (IN5), tiếng nói và trách nhiệm giải trình (IN6). Sự kết hợp này đã tạo ra 6 biến mới gồm vnD_in1, vnD_in2, vnD_in3, vnD_in4, vnD_in5, và vnD_in6. 6 mô hình với mỗi kết quả hồi quy chứa một trong 6 biến lần lượt được ước lượng theo thứ tự. Kết quả ước lượng tóm tắt trong Bảng 5 cho thấy hai chỉ số về chất lượng thể chế tìm thấy ở phần 5.2 được xem là yếu tố quyết định sự phát triển thị trường chứng khoán ở các nước đang phát triển; trong khi đó ở VN, hai chỉ số đó là hiệu quả chính phủ và nhà nước pháp quyền. Trong mô hình 2, hiệu quả chính phủ đóng góp dương trong việc lí giải sự phát triển thị trường chứng khoán ở VN. Ngoài ra, ở VN ảnh hưởng của yếu tố nhà nước pháp quyền được nhận thấy là có ý nghĩa dương (Mô hình 5).

Tuy nhiên, điểm khác biệt giữa trường hợp VN và các nước đang phát triển chính là tác động của các chỉ số khác về chất lượng thể chế. Mô hình 1 cho thấy kiểm soát tham nhũng có tác động âm đến sự phát triển thị trường chứng khoán ở VN, khẳng định mối liên hệ chặt chẽ giữa các chỉ số đối với trường hợp VN. Việc cải thiện vấn đề kiểm soát tham nhũng sẽ làm tăng hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán. Kết quả của Mô hình 3 cho thấy ổn định chính trị có tác động dương đến sự phát triển của thị trường chứng khoán ở VN, chứng tỏ rằng đây cũng là một yếu tố quan trọng quyết định sự phát triển của thị trường. Mô hình 4 chứng tỏ tác động dương của chất lượng thể chế đến sự phát triển của thị trường chứng khoán VN. Điều này ngụ ý các quy định có chất lượng tốt rất quan trọng đối với sự phát triển của thị trường chứng khoán VN vì nó làm giảm rủi ro chính sách và kích thích nhu cầu cổ phiếu. Mô hình 6 cho kết quả về sự tác động dương của tiếng nói và giải trình trách nhiệm đến sự phát triển của thị trường chứng khoán VN. Điều này cho thấy mức độ giải trình trách nhiệm cao có được từ việc khích lệ tự do truyền thông và minh bạch đóng vai trò chính trong sự phát triển của thị trường chứng khoán VN.

Bảng 5

Tác động của chất lượng thể chế đến sự phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam

	Mô hình 1 (vnD_in1)	Mô hình 2 (vnD_in2)	Mô hình 3 (vnD_in3)	Mô hình 4 (vnD_in4)	Mô hình 5 (vnD_in5)	Mô hình 6 (vnD_in6)
Vốn thị trường chứng khoán (-1)	0,377*** (0,041)	0,394*** (0,032)	0,489*** (0,060)	0,388*** (0,042)	0,485*** (0,039)	0,267*** (0,025)
Log GDP bình quân đầu người	3,534*** (1,198)	2,977*** (1,265)	4,123*** (1,343)	2,254** (0,965)	2,250* (1,213)	2,898*** (0,742)
Đầu tư trong nước	-0,049 (0,086)	-0,053 (0,069)	0,016 (0,072)	-0,126 (0,093)	-0,134** (0,050)	-0,104 (0,0118)
Đầu tư trực tiếp nước ngoài	0,025 (0,186)	-0,077 (0,116)	0,106 (0,381)	-0,022 (0,146)	-0,154 (0,109)	-0,011 (0,199)
Tín dụng nội địa	0,541*** (0,068)	0,232*** (0,054)	0,300*** (0,103)	0,470*** (0,064)	0,295*** (0,070)	0,638*** (0,100)
Cung tiền M2	-0,314*** (0,066)	-0,159*** (0,043)	-0,201** (0,081)	-0,266*** (0,062)	-0,158*** (0,049)	-0,465*** (0,096)
Thanh khoản thị trường chứng khoán	0,193*** (0,043)	0,249*** (0,018)	0,234*** (0,022)	0,229*** (0,039)	0,066*** (0,015)	0,311*** (0,025)
Lạm phát	-1,105*** (0,133)	-1,007*** (0,139)	-0,995*** (0,245)	-1,077*** (0,114)	-0,871*** (0,111)	-1,151*** (0,084)
Chất lượng thể chế	-4,794* (2,518)	8,222*** (2,666)	-6,508** (2,630)	0,488 (2,204)	6,227*** (2,548)	-0,987 (2,327)
Chất lượng thể chế VN	26,011*** (3,041)	34,937*** (8,574)	1,055* (14,732)	22,609*** (4,399)	24,593*** (4,807)	11,888*** (3,086)
Hằng số	-3,952 (10,525)	6,777 (10,633)	-14,650 (13,314)	8,591 (9,185)	10,306 (11,097)	12,449* (6,236)
Quan sát	360	396	396	360	396	396
Số biến công cụ	33	36	28	33	36	36

	Mô hình 1 (vnD_in1)	Mô hình 2 (vnD_in2)	Mô hình 3 (vnD_in3)	Mô hình 4 (vnD_in4)	Mô hình 5 (vnD_in5)	Mô hình 6 (vnD_in6)
Số nhóm	36	36	36	36	36	36
Kiểm định AR(2)	0,207	0,234	0,175	0,220	0,160	0,311
Kiểm định Sargan	0,275	0,316	0,357	0,222	0,130	0,112
Kiểm định Hansen	0,285	0,217	0,198	0,264	0,224	0,216

Ghi chú: *, ** và *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5%, và 1%;

Độ lệch chuẩn nằm trong dấu ngoặc đơn;

Biến phụ thuộc: Vốn hóa thị trường chứng khoán (% GDP).

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Bài viết nghiên cứu các yếu tố thể chế và vĩ mô quyết định sự phát triển thị trường chứng khoán ở các nước đang phát triển thông qua dữ liệu bảng của 36 quốc gia trong giai đoạn 2003–2014. Mặt khác, nghiên cứu cũng đánh giá các yếu tố quyết định sự phát triển của thị trường chứng khoán ở VN, và sau đó so sánh với các nước đang phát triển khác để hiểu rõ hơn trường hợp ở VN.

Nghiên cứu cũng đưa ra một số kết luận đáng quan tâm về các yếu tố vĩ mô cho trường hợp các nước đang phát triển:

Thứ nhất, tăng trưởng kinh tế, tín dụng nội địa, và thanh khoản thị trường chứng khoán là những yếu tố có tác động dương đến sự phát triển thị trường chứng khoán ở các nước đang phát triển. Nghiên cứu chứng minh rằng: (1) Tăng trưởng kinh tế là yếu tố đầu tiên quan trọng đối với hiệu quả của thị trường chứng khoán; (2) cải thiện tín dụng nội địa đối với khu vực tư nhân thúc đẩy phát triển thị trường chứng khoán, cho thấy mối quan hệ bổ sung giữa ngành ngân hàng và thị trường chứng khoán ở các nước đang phát triển; và (3) thị trường chứng khoán càng có tính thanh khoản, khoản tiết kiệm càng cao.

Thứ hai, cung tiền và thị trường chứng khoán có mối liên hệ âm, điều này cho thấy cần phải áp dụng chính sách lãi suất và tiền tệ phù hợp để hỗ trợ phát triển thị trường.

Thứ ba, các yếu tố thể chế như hiệu quả chính phủ và nhà nước pháp quyền tác động dương đến sự phát triển thị trường chứng khoán, nghĩa là các yếu tố này quyết định sự phát triển của thị trường chứng khoán ở các nước đang phát triển. Trong khi đó, tác động

của kiểm soát tham nhũng và ổn định chính trị đến thị trường chứng khoán được cho là có mối liên hệ âm.

Việc phân tích sự phát triển của thị trường chứng khoán ở VN và các nước đang phát triển còn tồn tại nhiều điểm khác biệt đáng kể.

Đầu tiên, các yếu tố vĩ mô như tăng trưởng kinh tế, đầu tư trong nước, đầu tư trực tiếp nước ngoài, tín dụng nội địa, cung tiền mở rộng, thanh khoản thị trường, và lạm phát có tác động âm đến sự phát triển thị trường chứng khoán ở VN. Trong khi ở các nước đang phát triển, yếu tố đầu tư trong nước và FDI không tác động, tăng trưởng kinh tế và thanh khoản thị trường lại có tác động dương. Những phát hiện này cho thấy thị trường chứng khoán VN vẫn là thị trường mới nổi và đang ở giai đoạn đầu phát triển. Do đó, Nhà nước cần áp dụng chính sách hợp lý nhằm thúc đẩy tăng trưởng bền vững thông qua việc cải thiện tăng trưởng kinh tế tổng thể, đầu tư trong nước và FDI để phát triển thị trường chứng khoán VN. Chính sách tiền tệ cần nhắm đến vấn đề lạm phát để hỗ trợ sự phát triển thị trường chứng khoán.

Thứ hai, tất cả các yếu tố thể chế như kiểm soát tham nhũng, hiệu quả chính phủ, ổn định chính trị, chất lượng các quy định, nhà nước pháp quyền, tiếng nói và giải trình trách nhiệm đều là yếu tố quyết định dương đối với sự phát triển thị trường chứng khoán VN; điều này chứng tỏ thể chế được thiết lập tốt là rất quan trọng trong việc tăng nhu cầu cổ phiếu và cải thiện hiệu quả thị trường chứng khoán. Chính phủ VN cần đẩy mạnh cải cách thể chế, đặc biệt là thể chế thị trường tài chính để đơn giản hóa quy trình và giảm thông tin bất cân xứng, rủi ro cũng như chi phí giao dịch■

Tài liệu tham khảo

- Abdul Malik, I., & Amjad, S. (2013). Foreign direct investment and stock market development in Pakistan. *Journal of International Trade Law and Policy*, 12(3), 226–242.
- Acquah-Sam, E. (2016). Determinants of capital market development in Ghana. *European Scientific Journal*, 12(1), 251–270.
- Anderson, T. W., & Hsiao, C. (1982). Formulation and estimation of dynamic models using panel data. *Journal of Econometrics*, 18(1), 47–82.
- Anwar, S., & Nguyen, L. P. (2011). Foreign direct investment and export spillovers: Evidence from Vietnam. *International Business Review*, 20(2), 177–193.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297.

- Asongu, S. A. (2012). Government quality determinants of stock market performance in African countries. *Journal of African Business, 13*(3), 183–199.
- Ayaydin, H., & Baltacı, N. (2013). Corruption, banking sector, and stock market development: A panel data analysis. *European Journal of Research on Education, Special Issue: Human Resource Management, 94–99*.
- Ben Naceur, S., Ghazouani, S., & Omran, M. (2007). The determinants of stock market development in the Middle-Eastern and North African region. *Managerial Finance, 33*(7), 477–489.
- Batten, J., & Vo. X. V. (2014). Liquidity and return relationships in an emerging market. *Emerging Markets Finance and Trade, 50*(1), 127–143.
- Biswas, R., & Ofori, E. (2015). Democracy and stock market development: The African experience. *Overlaps of Private Sector with Public Sector around the Globe (Research in Finance, Volume 31) Emerald Group Publishing Limited, 31, 65–86*.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics, 87*(1), 115–143.
- Blundell, R., Bond, S., & Windmeijer, F. (2001). Estimation in dynamic panel data models: Improving on the performance of the standard GMM estimator. *Nonstationary Panels, Panel Cointegration, and Dynamic Panels, 15, 53–91*.
- Cherif, M., & Gazdar, K. (2010). Macroeconomic and institutional determinants of stock market development in MENA region: New results from a panel data analysis. *International Journal of Banking and Finance, 7*(1), 139–159.
- Claessens, S., Klingebiel, D., & Schmukler, S. (2001). *FDI and stock market development: Complements or substitutes?* World Bank Working Paper.
- Dzhumashev, R. (2014). Corruption and growth: The role of governance, public spending, and economic development. *Economic Modelling, 37, 202–215*.
- El-Nader, H. M., & Alraimony, A. D. (2013). The macroeconomic determinants of stock market development in Jordan. *International Journal of Economics and Finance, 5*(6), 91–103.
- Evrin-Mandacı, P., Aktan, B., Gumus, G. K., & Tvaronavicienė, M. (2013). Determinants of stock market development: Evidence from advanced and emerging markets in a long span. *Business: Theory and Practice/Verslas: Teorija ir Praktika, 14*(1), 51–56.
- Gani, A., & Ngassam, C. (2008). Effect of institutional factors on stock market development in Asia. *American Journal of Finance and Accounting, 1*(2), 103–120.
- Garcia, V. F., & Liu, L. (1999). Macroeconomic determinants of stock market development. *Journal of Applied Economics, 2*(1), 29–59.
- Goldsmith, A. A. (1987). Does political stability hinder economic development? Mancur Olson's theory and the Third World. *Comparative Politics, 19*(4), 471–480.
- Jeffus, W. (2004). FDI and stock market development in selected Latin American countries.

- International Finance Review*, 5, 35–44.
- Judson, R. A., & Owen, A. L. (1999). Estimating dynamic panel data models: A guide for macroeconomists. *Economics Letters*, 65(1), 9–15.
- Ng, A., Ibrahim, M. H., & Mirakhor, A. (2016). Does trust contribute to stock market development? *Economic Modelling*, 52, 239–250.
- Nickell, S. (1981). Biases in dynamic models with fixed effects. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1417–1426.
- Olson, M. (2008). *The rise and decline of nations: Economic growth, stagflation, and social rigidities*. Yale University Press.
- Pagano, M. (1993). The floatation of companies on the stock market: A coordination failure. *European Economic Review*, 37, 1101–25.
- Phan, Đ. N., & Vo, T. H. H. (2013). Determinants of stock market development in Southeast Asian countries. *Journal of Economics and Development*, 14(1), 101.
- Quartey, P., & Gaddah, M. (2007). Long run determinants of stock market development in Ghana. *Journal of African Business*, 8(2), 105–125.
- Raza, A., Iqbal, N., Ahmed, Z., Ahmed, M., & Ahmed, T. (2012). The role of FDI on stock market development: The case of Pakistan. *Journal of Economics and Behavioral Studies*, 4(1), 26–33.
- Raza, S. A., & Jawaid, S. T. (2014). Foreign capital inflows, economic growth and stock market capitalization in Asian countries: An ARDL bound testing approach. *Quality and Quantity*, 48(1), 375–385.
- Raza, S. A., Jawaid, S. T., Afshan, S., & Karim, M. Z. A. (2015). Is stock market sensitive to foreign capital inflows and economic growth? Evidence from Pakistan. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, 8(3), 142–164.
- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *Stata Journal*, 9(1), 86–136.
- Shahbaz, M., Rehman, I. U., & Afza, T. (2015). Macroeconomic determinants of stock market capitalization in an emerging market: Fresh evidence from cointegration with unknown structural breaks. *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 9(1), 1–25.
- Soto, M. (2009). *System GMM estimation with a small sample*. Barcelona Economics Working Paper Series No. 395.
- Swaleheen, M. (2011). Economic growth with endogenous corruption: An empirical study. *Public Choice*, 146(1–2), 23–41.
- Vo, X. V. (2015). Foreign ownership and stock return volatility: Evidence from Vietnam. *Journal of Multinational Financial Management*, 30, 101–109.
- Vo, X. V., Nguyen, H. H., & Pham, K. D. (2016). Financial structure and economic growth: The case of Vietnam. *Eurasian Business Review*, 6(2), 141–154.

- Yartey, C. A. (2008). *The determinants of stock market development in emerging economies: Is South Africa different?* IMF Working Paper. 2008 International Monetary Fund.
- Yartey, C. A. (2010). The institutional and macroeconomic determinants of stock market development in emerging economies. *Applied Financial Economics*, 20(21), 1615–1625.