

Nghiên cứu cấu trúc tài chính và tăng trưởng kinh tế ở một số quốc gia châu Á

NGUYỄN KHẮC QUỐC BẢO

Trường Đại học Kinh Tế TP.HCM – nguyenvbao@ueh.edu.vn

NGUYỄN THỊ UYÊN UYÊN

Trường Đại học Kinh Tế TP.HCM – uyenuyen@ueh.edu.vn

Ngày nhận:

19/12/2016

Ngày nhận lại:

27/09/2017

Ngày duyệt đăng:

29/09/2017

Mã số:

1216-G19-V03

Cấu trúc của một thị trường tài chính tổng thể bao gồm hệ thống tài chính phụ thuộc vào thị trường chứng khoán và hệ thống tài chính phụ thuộc vào ngân hàng. Việc có hay không sự tác động, kể cả tích cực lẫn tiêu cực của cấu trúc tài chính một quốc gia đến tăng trưởng kinh tế của quốc gia đó là chủ đề gây khá nhiều tranh cãi giữa các nhà nghiên cứu. Nghiên cứu này được thực hiện bằng mô hình GMM dựa trên mẫu gồm 16 quốc gia thuộc khu vực châu Á trong giai đoạn 2004–2014 với mục tiêu đóng góp thêm bằng chứng thực nghiệm bên cạnh các kết quả tìm thấy ở các nghiên cứu trước. Thông qua các kết quả ước lượng đạt được từ mô hình GMM, tác giả tìm thấy một số bằng chứng quan trọng về sự không đồng nhất giữa các quốc gia trong mối quan hệ giữa phát triển tài chính, cấu trúc tài chính và tăng trưởng kinh tế. Thông qua kiểm tra một vài giả thuyết về vai trò tiềm năng của cấu trúc tài chính và phát triển tài chính với tăng trưởng kinh tế, kết quả cho thấy cấu trúc tài chính giải thích hầu hết tăng trưởng kinh tế của các quốc gia nghiên cứu.

Abstract

An overall financial structure consists of a financial system based on the stock market and a financial system based on banks. Recent empirical work on financial structure and economic growth analyzes multi-country dataset in panel and/or cross-section frameworks and concludes that financial structure is irrelevant. The purpose of this paper is to re-examine this conclusion using GMM technique and contribute evidence from a sample of sixteen Asian countries from 2004 to 2014. Among the surveyed countries, the relations among financial development, financial structure, and economic growth are found not to be consistent. We also test several hypotheses on the prospective roles of financial structure and financial development in economic growth. The results show that financial structure explains most of the economic growth of the countries in the sample.

Từ khóa:

Cấu trúc tài chính;
Tăng trưởng kinh tế;
Mô hình dữ liệu bảng
động.

Keywords:

Financial structure;
Economic growth;
GMM.

1. Giới thiệu

Luintel và cộng sự (2008) tìm thấy sự không đồng nhất giữa các quốc gia trong mối quan hệ giữa phát triển tài chính, cấu trúc tài chính và tăng trưởng kinh tế. Các thử nghiệm cho thấy dữ liệu của các quốc gia mẫu là không thể gộp lại. Đây cũng là nền tảng để Luintel và cộng sự (2008) tập trung vào phân tích chuỗi thời gian. Đối với đa số trường hợp các quốc gia trong mẫu nghiên cứu, cấu trúc tài chính và sự phát triển tổng thể của hệ thống tài chính có khả năng giải thích đáng kể cho mức độ tăng trưởng GDP. Bên cạnh đó, Luintel và cộng sự (2008) cũng cho thấy việc gộp các quốc gia lại như các nghiên cứu trước đây sẽ dẫn đến sai lệch về quan sát cũng như kết quả thực nghiệm về sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính đến tăng trưởng kinh tế của một quốc gia.

Nghiên cứu này tập trung phân tích mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn 2004–2014 với 16 quốc gia được chia thành hai nhóm nước nghiên cứu: (1) Các nước đang phát triển, và (2) các nước phát triển tại châu Á. Để thực hiện mục tiêu đó, tác giả lần lượt giải quyết các câu hỏi nghiên cứu sau:

- Cấu trúc tài chính liệu có ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế đối với các nhóm nước phát triển lẫn các nhóm nước đang phát triển hay không?
- Quốc gia có hệ thống tài chính phụ thuộc vào thị trường chứng khoán hay hệ thống tài chính phụ thuộc vào ngân hàng sẽ phát triển tốt hơn?

Nghiên cứu thực hiện trên 160 quan sát, tương ứng với 16 quốc gia trong giai đoạn 11 năm (2004–2014), quy mô và điều kiện của các quốc gia là đa dạng về lịch sử phát triển kinh tế cũng như về bản chất của các nền kinh tế. Hơn thế nữa, trong giai đoạn này, khu vực châu Á được đánh giá là một trong những khu vực bị ảnh hưởng nặng nề bởi cả cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu và biến đổi khí hậu. Cơ cấu các khu vực kinh tế mất cân bằng (giữa khu vực công và khu vực tư), sự mất cân bằng trong tỉ trọng của một trong ba khu vực công nghiệp, nông nghiệp hoặc dịch vụ trong nền kinh tế cũng như hiện trạng giá trị sản xuất gia tăng trong sản phẩm thấp... đang gây nên những vấn đề nan giải đối với tăng trưởng bền vững ở các quốc gia này. Nghiên cứu sử dụng phương pháp GMM hệ thống hai bước nhằm giải quyết vấn đề nội sinh tiềm ẩn.

2. Các bằng chứng thực nghiệm từ các nghiên cứu trước đây

Mặc dù vẫn còn những tranh luận trái chiều, nhưng sự hiện diện của các bằng chứng thực nghiệm ủng hộ lập luận hệ thống tài chính quốc gia đóng vai trò quan trọng đối với

tăng trưởng kinh tế của quốc gia là không thể bác bỏ. Khi hệ thống tài chính của quốc gia hoạt động hiệu quả cũng tạo điều kiện thúc đẩy sự phát triển của khoa học kỹ thuật thông qua việc hỗ trợ cho các nhà đầu tư trong việc thẩm định và xác định những dự án đầu tư tốt và có cơ hội thành công nhất khi áp dụng các tiến bộ khoa học kỹ thuật vào sản xuất (Schumpeter, 1934). Christopoulos & Tsionas (2004) đã tìm thấy bằng chứng ủng hộ cho giả thuyết về sự phát triển của hệ thống tài chính quốc gia có ảnh hưởng tích cực trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế của quốc gia. Luintel và Khan (1999) khi sử dụng mô hình VAR để xem xét mối quan hệ song phương giữa sự phát triển của thị trường tài chính và tăng trưởng kinh tế tại 10 quốc gia trong mẫu nghiên cứu đã đi đến kết luận có tồn tại mối quan hệ liên kết giữa tăng trưởng của nền kinh tế và sự phát triển của hệ thống tài chính quốc gia.

Levine (2002) thực hiện một nghiên cứu dựa trên dữ liệu bảng của 48 quốc gia trong giai đoạn 1980–1985 và cho thấy các biến thể hiện cấu trúc tài chính đều thất bại trong việc giải thích tăng trưởng trong GDP bình quân trên đầu người thực. Demircuc - Kunt và Levine (1996) sử dụng phương pháp tương tự trên dữ liệu bảng cho 44 quốc gia trong giai đoạn 1986–1993 và đưa ra kết luận các quốc gia có hệ thống ngân hàng phát triển đồng thời cũng sẽ có hệ thống thị trường tài chính phát triển và ngược lại; kết luận này hàm ý quan trọng rằng việc xem xét sự vượt trội của một hệ thống tài chính so với hệ thống tài chính còn lại là vô nghĩa.

Levine và Zevros (1996) thực hiện nghiên cứu dựa trên dữ liệu của 41 quốc gia trong giai đoạn 1976–1993 tìm thấy bằng chứng cho thấy tính thanh khoản trong thị trường tài chính là yếu tố quyết định đối với sự tăng trưởng của nền kinh tế quốc gia, tích lũy vốn và gia tăng hiệu quả sản xuất của quốc gia. Tương tự, nghiên cứu của Levine và Zevros (1998) đo lường sự phát triển của thị trường tài chính trên các khía cạnh khác nhau như: Tỷ lệ tổng vốn hoá thị trường tài chính trên GDP, tổng số lượng các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán, tổng thu nhập nội địa đến từ thị trường chứng khoán, mức độ hoà nhập đối với thị trường tài chính quốc tế và độ lệch chuẩn hàng tháng của thu nhập đến từ thị trường chứng khoán. Kết quả nghiên cứu này cũng cho thấy có tồn tại mối quan hệ tương hỗ giữa sự phát triển của thị trường tài chính và tăng trưởng kinh tế của quốc gia. Đồng thời, Levine và Zevros (1998) cũng đã phát hiện có sự khác biệt giữa các loại dịch vụ tài chính được cung cấp bởi hệ thống ngân hàng và thị trường tài chính. Atje và Jovanovic (1989, 1993), Rajan và Zingales (1998) đều đưa ra bằng chứng cho thấy một thị trường tài chính hoạt động hiệu quả và có tính thanh khoản cao sẽ cung cấp vốn một cách nhanh chóng cho các doanh nghiệp có nhu cầu vốn, thông qua đó kích

thích đầu tư và tăng trưởng kinh tế.

Mauro (2000) thông qua kết quả nghiên cứu kết luận sức khoẻ của thị trường tài chính là yếu tố mang tính quyết định, đồng thời là một chỉ tiêu dự báo quan trọng cho tương lai của nền kinh tế quốc gia. Bằng cách ước lượng chuỗi thời gian cho từng quốc gia riêng biệt trong mẫu gồm các quốc gia có nền kinh tế phát triển, Arestis và cộng sự (2001) đã chứng minh mặc dù cả hệ thống ngân hàng và thị trường tài chính đều có khả năng kích thích tăng trưởng kinh tế nhưng thị trường tài chính tỏ ra ưu việt hơn hẳn, đặc biệt là đối với các nền kinh tế phát triển. Boot và Thakor (1997) kết luận các dự án đầu tư chứa nhiều rủi ro và tài sản thế chấp bảo đảm cho việc huy động nguồn tài trợ từ nợ thường được tài trợ bằng vốn đầu tư mạo hiểm hoặc được tài trợ thông qua phát hành chứng khoán trên thị trường tài chính. Boot và Thakor (1997) cũng lập luận rằng chính các dự án đầu tư chứa đựng nhiều rủi ro sẽ đem lại lợi ích cho toàn bộ nền kinh tế của quốc gia.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Tác giả sử dụng số liệu hằng năm của các quốc gia thuộc khu vực châu Á trong giai đoạn 2004–2014 được thu thập từ các nguồn như: Ngân hàng thế giới (World Bank – WB), Quỹ tiền tệ quốc tế (International Monetary Fund – IMF), Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Federal Reserve System – Fed). Trong đó, các thông tin đã được sàng lọc và loại bỏ các trường hợp giá trị bị thiếu đối với một vài biến trong mẫu. Các quốc gia có ít hơn 8 quan sát đều bị loại bỏ vì nhóm tác giả nhận thấy lượng nghiên cứu quá nhỏ có thể làm kết quả nghiên cứu bị sai lệch. Cuối cùng, kết quả thu được gồm 16 quốc gia trong giai đoạn 2004–2014.

Dựa vào nghiên cứu của Luintel và cộng sự (2008), tác giả sử dụng mô hình GMM hệ thống hai bước. Mô hình nghiên cứu như sau:

$$\text{Log}(Q/L) = a_0 + a_1 \log(K/L)_t + a_2 \log(F^S)_t + a_3 \log(F^D)_t + e_1 \quad (1)$$

Trong đó:

Q: Sản lượng;

K: Vốn vật chất;

L : Lao động;

F^S và F^D : Tương ứng là thước đo của cấu trúc tài chính và sự phát triển của hệ thống tài chính;

F^Z : Quy mô tài chính;

e_1 : Sai số của mô hình;

Để ước lượng cho mô hình thực nghiệm, tác giả đã sử dụng các biến số sau:

Y^P : GDP bình quân đầu người thực;

Y^C : Thước đo mức độ hội tụ thu nhập thực của một quốc gia mẫu so với thu nhập thực của Mỹ, được tính bằng công thức:

$$Y^C = Y^{US} - Y^P \text{ (với } Y^{US}: \text{ Thu nhập thực của Mỹ)}$$

S^C : Thước đo mức độ hội tụ với cấu trúc tài chính của Mỹ, được tính bằng công thức:

$$S^C = S^{US} - F^S \text{ (với } S^{US}: \text{ Cấu trúc tài chính của Mỹ)}$$

F^C : Thước đo mức độ hội tụ với quy mô tài chính của Mỹ, được tính bằng công thức:

$$F^C = F^{US} - F^Z \text{ (với } F^{US}: \text{ Sự phát triển của tài chính Mỹ)}$$

Trong đó :

PC : Tín dụng tư nhân, đo lường bởi lượng tiền gửi ngân hàng và các định chế tài chính khác tính trên GDP

SM: Vốn hóa thị trường chứng khoán, đo lường bởi tỉ lệ vốn hóa trên thị trường chứng khoán so với GDP

SA: Tổng giá trị giao dịch cho tín dụng tư nhân bởi lượng tiền gửi ngân hàng và các định chế tài chính khác.

SZ: Vốn hóa tín dụng tư nhân bởi lượng tiền gửi ngân hàng và các định chế tài chính khác.

4. Kết quả nghiên cứu

Kết quả thống kê cho thấy độ lệch chuẩn của nhóm quốc gia đang phát triển nhỏ hơn độ lệch chuẩn của nhóm quốc gia phát triển.

Bảng 1

Thống kê mô tả các biến có trong quan sát

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Y ^P	176	12.990,4100	19.152,1200	288,6696	96.038,0500
SM	176	79,9113	103,2437	0,4086	570,1552
PC	176	66,1801	41,2736	15,3209	204,2871
SA	176	0,7350	0,8326	0,0018	4,4158
SZ	176	1,0900	0,8024	0,0095	3,8374

Bảng 2

Thống kê mô tả các biến của nhóm quốc gia phát triển

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Y ^P	55	27.021,8800	17.040,5200	2.874,2880	56.284,58
SM	55	165,9863	139,4573	5,0416	570,1552
PC	55	92,1978	43,8734	18,9689	204,2871
SA	55	0,9730	1,0031	0,0159	4,4158
SZ	55	1,5692	0,8274	0,2658	3,8374

Bảng 3

Thống kê mô tả các biến của nhóm quốc gia đang phát triển

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Y ^P	121	6.612,4680	16.522,6100	288,6696	96.038,0500
SM	121	40,7864	43,0551	0,4086	224,8580
PC	121	54,3584	34,1585	15,3209	148,2483
SA	121	0,6268	0,7215	0,0018	3,6355
SZ	121	0,8719	0,6913	0,0095	2,6749

Mối quan hệ lẫn nhau của các biến trong nghiên cứu thể hiện qua kết quả ma trận tương quan trong Bảng 4. Y^P và SM thể hiện mối quan hệ cùng chiều (hệ số bằng 0,3510) và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. SM, PC, SA, SZ và Y^P cũng thể hiện mối tương quan cùng chiều thông qua hệ số tương quan dương.

Bảng 4

Ma trận tương quan các biến

Biến	Y^P	SM	PC	SA	SZ
Y^P	1				
SM	0,3510	1			
PC	0,5574	0,6658	1		
SA	0,3944	0,5918	0,3772	1	
SZ	0,1751	0,7985	0,2365	0,5359	1

4.1. Kết quả hồi quy mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và phát triển tài chính

Tác giả triển khai thực nghiệm các mô hình (1), cấu trúc tài chính (F^S) được đại diện bởi một thước đo phân tích thành phần chính nhưng tác giả sử dụng biến quy mô tài chính (F^Z) thay cho biến phát triển tài chính (F^D) (một thước đo phân tích thành phần chính). Lí do của việc thay thế này là vì F^S và F^D xuất hiện hiện tượng đa cộng tuyến.

Bảng 5 cho thấy giá trị trung bình VIF = 30,86 > 10, do vậy, trong mô hình xuất hiện hiện tượng đa cộng tuyến (theo lí thuyết giá trị trung bình VIF > 10 sẽ xuất hiện hiện tượng đa cộng tuyến). Chính vì vậy, tác giả sử dụng biến quy mô tài chính (F^Z) thay cho biến phát triển tài chính (F^D).

Bảng 5

Hiện tượng đa cộng tuyến giữa biến F^S và F^D

Biến	VIF	1/VIF
F^D	30,86	0,0324
F^S	30,86	0,0324
Giá trị trung bình VIF	30,86	

Trong Bảng 6, cả hai trường hợp hệ số ước lượng đều có mức ý nghĩa thống kê ở 1%, điều này khẳng định vai trò của cấu trúc tài chính là rất quan trọng đối với tăng trưởng kinh tế.

Bảng 6

Kết quả hồi quy phương trình (1) xem xét ảnh hưởng của cấu trúc tài chính và quy mô tài chính

Biến	Toàn mẫu		Nhóm các quốc gia phát triển		Nhóm các quốc gia đang phát triển	
	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value
F^S	-0,191	0,000	-0,189	0,053	-0,168	0,000
F^Z	-0,199	0,000	0,169	0,011	-0,231	0,000
Hằng số	3,835	0,000	4,320	0,000	3,507	0,000
Kiểm định AR(2) (p-value)	0,549		0,375		0,444	
Kiểm định Hansen (p-value)	0,999		0,998		0,198	

Qua kiểm định AR(2) và Hansen, tác giả có thể kết luận trong mô hình nghiên cứu không tồn tại hiện tượng tự tương quan bậc hai và biến công cụ của tác giả có giá trị hay các biến công cụ không tương quan với phần dư.

4.2. Kết quả hồi quy mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và phát triển tài chính khi tương tác trực tiếp F^S với F^C

Theo mô hình lí thuyết của Boyd và Smith (1998), một hệ thống tài chính phụ thuộc vào ngân hàng sẽ có lợi hơn cho sự phát triển và tăng trưởng đối với các quốc gia đang ở mức phát triển thấp, việc tăng thu nhập hệ thống thị trường cũng trở nên quan trọng hơn.

Bảng 7

Kết quả hồi quy của phương trình (1) khi tương tác F^S với Y^C

Biến	Toàn mẫu		Nhóm các quốc gia phát triển		Nhóm các quốc gia đang phát triển	
	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value
F^S	-1,034	0,000	-0,081	0,865	-0,673	0,046
F^Z	-0,191	0,000	0,395	0,286	-0,333	0,069
F^S*Y^C	-0,103	0,000	0,018	0,841	-0,107	0,007
Hằng số	3,941	0,000	4,279	0,000	3,739	0,000
Kiểm định AR(2) (p-value)	0,274		0,289		0,828	
Kiểm định Hansen (p-value)	0,973		0,902		0,234	

Kết quả được thể hiện trong Bảng 7 cho thấy cấu trúc tài chính và quy mô tài chính của các quốc gia đều có ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng kinh tế trong cả trường hợp toàn bộ mẫu và trường hợp phân chia mẫu thành hai nhóm quốc gia. Với mức ý nghĩa 1%, việc tương tác trực tiếp F^S với Y^C cho thấy các mẫu quốc gia nghiên cứu có hệ số F^S*Y^C âm đóng vai trò thước đo thu nhập thực tế hội tụ của Mỹ và các mẫu này có mối quan hệ ngược chiều (tức là Y^C ảnh hưởng không đáng kể). Cụ thể là mức độ phụ thuộc vào hệ thống thị trường trở nên quan trọng đối với các quốc gia có thu nhập thấp tiến về mức thu nhập cao. Tương tự như việc tương tác với Y^C , tác giả tiến hành tương tác F^S với Y^{US} . Kết quả ở Bảng 8 cho thấy F^S có ảnh hưởng tiêu cực đến các quốc gia trong mẫu, không có tính vững thống kê đối với mẫu bao gồm các quốc gia phát triển và tiêu cực trong trường hợp chia mẫu thành hai nhóm quốc gia.

Bảng 8

Kết quả hồi quy của phương trình (1) khi tương tác F^S với Y^{US}

Biến	Toàn mẫu		Nhóm các quốc gia phát triển		Nhóm các quốc gia đang phát triển	
	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value
F^S	-0,774	0,000	-2,334	0,042	0,249	0,006
F^Z	-0,276	0,000	-3,364	0,038	-0,176	0,047
$F^S * Y^{US}$	-0,029	0,000	-0,109	0,038	0,019	0,031
Hằng số	3,841	0,000	5,033	0,000	3,434	0,000
Kiểm định AR(2) (p-value)	0,719		0,672		0,521	
Kiểm định Hansen (p-value)	0,502		0,994		0,182	

Với mức ý nghĩa 5%, $F^S * Y^{US}$ âm đi ngược lại với kết quả nghiên cứu của Boyd và Smith (1998). Theo King và Levine (1993), báo cáo hiệu ứng tăng trưởng lớn hơn của các nước có thu nhập thấp và thu nhập trung bình so với các nước phát triển. Tuy nhiên, ở nhóm các nước phát triển, $F^S * Y^{US} < 0$ có nghĩa là hệ thống tài chính phụ thuộc vào ngân hàng có lợi hơn cho sự phát triển và tăng trưởng khi các nước đang ở mức độ phát triển cao. Tuy nhiên, các nước đang phát triển lại phù hợp hơn với một hệ thống tài chính phụ thuộc vào thị trường.

4.3. Kết quả hồi quy mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và phát triển tài chính khi tương tác trực tiếp Y^C và Y^{US} với F^Z

Tương tự với cấu trúc tài chính, tác giả tương tác trực tiếp F^Z với Y^C và Y^{US} , kết quả thu được trong Bảng 9.

Bảng 9Kết quả hồi quy của phương trình (1) khi tương tác F^Z với Y^C

Biến	Toàn mẫu		Nhóm các quốc gia phát triển		Nhóm các quốc gia đang phát triển	
	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value
F^S	0,085	0,000	0,939	0,041	0,403	0,059
F^Z	-0,055	0,010	0,314	0,059	-0,093	0,000
$F^Z * Y^C$	-0,234	0,000	-2,355	0,000	-0,339	0,001
Hằng số	3,721	0,000	4,522	0,000	3,423	0,000
Kiểm định AR(2) (p-value)	0,931		0,219		0,965	
Kiểm định Hansen (p-value)	0,953		0,960		0,185	

Bảng 10Kết quả hồi quy của phương trình (1) khi tương tác F^Z với Y^{US}

Biến	Toàn mẫu		Nhóm các quốc gia phát triển		Nhóm các quốc gia đang phát triển	
	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value
F^S	-11,007	0,000	-83,576	0,001	-59,433	0,000
F^Z	-0,239	0,000	-0,096	0,546	-0,375	0,000
$F^Z * Y^{US}$	2,382	0,000	17,844	0,001	12,849	0,000
Hằng số	3,728	0,000	4,387	0,000	3,441	0,000
Kiểm định AR(2) (p-value)	0,095		0,277		0,655	
Kiểm định Hansen (p-value)	0,544		0,998		0,287	

Với mức ý nghĩa 5%, $F^Z * Y^C$ âm và có ý nghĩa cho thấy tác động tăng quy mô tài chính trong quá trình hội tụ là đáng kể, tuy nhiên lại ngược lại với nền tảng lí thuyết trước đây. $F^Z * Y^{US}$ dương và có ý nghĩa cho thấy bất chấp những thay đổi về cấu trúc tài chính, tác động của quy mô tài chính vào mức sản lượng tăng lên khi nền kinh tế phát triển và đạt được mức thu nhập tương đương với Mỹ.

4.4. Kết quả hồi quy mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và phát triển tài chính khi tương tác trực tiếp S^C và S^{US} với F^Z

Hiệu quả của F^S và F^Z về tăng trưởng và phát triển sẽ thay đổi khi các quốc gia thu nhập thấp và thu nhập trung bình phát triển tài chính và hội tụ về F^S và F^Z của các nước phát triển.

Tác giả tiếp tục đưa S^C và S^{US} tương tác lần lượt với F^S và F^Z , kết quả thể hiện ở Bảng 11.

Bảng 11

Kết quả hồi quy của phương trình (1) khi tương tác F^S với S^C

Biến	Toàn mẫu		Nhóm các quốc gia phát triển		Nhóm các quốc gia đang phát triển	
	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value
F^S	-0,133	0,000	-0,291	0,159	-0,203	0,000
F^Z	-0,184	0,000	-2,255	0,088	-0,194	0,000
$F^S * S^C$	0,003	0,017	-0,121	0,012	-0,026	0,000
Hằng số	3,737	0,000	5,181	0,000	3,347	0,000
Kiểm định AR(2) (p-value)	0,131		0,272		0,238	
Kiểm định Hansen (p-value)	0,892		0,995		0,131	

Bảng 12

Kết quả hồi quy của phương trình (1) khi tương tác F^S với S^{US}

Biến	Toàn mẫu		Nhóm các quốc gia phát triển		Nhóm các quốc gia đang phát triển	
	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value
F^S	-0,168	0,000	-0,003	0,993	-0,272	0,000
F^Z	-0,199	0,000	0,679	0,281	-0,191	0,000
$F^S * S^{US}$	0,021	0,000	0,012	0,636	0,033	0,000
Hằng số	3,770	0,000	4,122	0,000	3,569	0,000
Kiểm định AR(2) (p-value)	0,932		0,221		0,142	
Kiểm định Hansen (p-value)	0,896		0,999		0,161	

Sau khi tiến hành hồi quy phương trình (6) và (7) thu được các kết quả $F^S * S^C$ và $F^S * S^{US}$ đều xuất hiện tích cực. Kết quả nghiên cứu này cho thấy ảnh hưởng của cấu trúc tài chính đối với tăng trưởng kinh tế ở các quốc gia có thu nhập thấp và trung bình càng trở nên rõ rệt khi các quốc gia này đạt sự phát triển tài chính. Khi đó, cấu trúc tài chính của các quốc gia này đều hội tụ như trường hợp của Mỹ.

4.5. Kết quả hồi quy mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và phát triển tài chính khi tương tác trực tiếp F^C và F^{US} với F^Z

Tương tự như vậy, để xem xét liệu phát triển tài chính ảnh hưởng như thế nào đến tăng trưởng kinh tế, tác giả thực hiện tương tác F^Z với F^C và F^{US} .

Bảng 13Kết quả hồi quy của phương trình (1) khi tương tác F^Z với F^C

Biến	Toàn mẫu		Nhóm các quốc gia phát triển		Nhóm các quốc gia đang phát triển	
	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value
F^S	-0,311	0,011	-0,679	0,000	-0,541	0,066
F^Z	-0,209	0,000	0,103	0,217	-0,235	0,020
$F^Z * F^C$	-0,108	0,036	0,529	0,002	-0,268	0,015
Hằng số	3,750	0,000	4,342	0,000	3,573	0,000
Kiểm định AR(2) (p-value)	0,831		0,137		0,785	
Kiểm định Hansen (p-value)	0,911		0,979		0,193	

Bảng 14Kết quả hồi quy của phương trình (1) khi tương tác F^Z với F^{US}

Biến	Toàn mẫu		Nhóm các quốc gia phát triển		Nhóm các quốc gia đang phát triển	
	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value	Hệ số	p-value
F^S	-0,153	0,000	-0,338	0,327	-2,004	0,000
F^Z	-0,168	0,000	0,364	0,017	1,237	0,000
$F^Z * F^{US}$	-0,017	0,000	-0,146	0,068	-0,315	0,000
Hằng số	3,741	0,000	4,200	0,000	3,462	0,000
Kiểm định AR(2) (p-value)	0,163		0,635		0,141	
Kiểm định Hansen (p-value)	0,917		0,673		0,501	

Một lần nữa, hệ số $F^Z * F^C$ âm và có ý nghĩa cho thấy F^Z trên mức sản lượng giảm xuống trong quá trình hội tụ của F^Z tác động lên F^{US} . Tương tự vậy, $F^Z * F^{US}$ âm và đáng kể nghĩa là F^Z giảm khi các quốc gia có thu nhập thấp và thu nhập trung bình đạt được tương đương với phát triển tài chính của Mỹ. Tuy nhiên, ở các quốc gia phát triển, kết quả cho thấy điều ngược lại, hệ số $F^Z * F^C$ dương và có ý nghĩa ngụ ý F^Z trên mức sản lượng tăng lên trong quá trình hội tụ của F^Z tác động lên F^{US} . $F^Z * F^{US}$ dương và đáng kể có nghĩa là F^Z tăng khi các quốc gia có thu nhập thấp và thu nhập trung bình đạt được tương đương với phát triển tài chính của Mỹ.

5. Thảo luận kết quả nghiên cứu và một số hàm ý chính sách

Hệ thống tài chính phụ thuộc vào ngân hàng và hệ thống tài chính phụ thuộc vào thị trường chứng khoán là hai cấu trúc của một thị trường tổng thể và không thể tách rời. Tất nhiên, để kinh tế phát triển, yêu cầu phải có thị trường tài chính phát triển và sự phát triển dựa vào một cấu trúc tài chính nhất định. Đây là lí do mà mỗi quốc gia cần cân nhắc để chọn cho mình một cấu trúc tài chính hợp lí.

Nhiều nghiên cứu trước đây đưa ra kết luận hệ thống tài chính phát triển hơn ở các nước giàu hơn, có thu nhập cao hơn, có thị trường chứng khoán hoạt động tốt và hiệu quả hơn so với các ngân hàng; các quốc gia với hệ thống tài chính phụ thuộc vào thị trường chứng khoán phát triển tốt cũng đã có hệ thống tài chính phụ thuộc vào ngân hàng phát triển tốt và ngược lại.

Thông qua kết quả nghiên cứu, tác giả nhận thấy hầu hết các quốc gia thuộc nhóm các quốc gia phát triển đều có hệ thống tài chính phụ thuộc vào thị trường chứng khoán và thực tiễn cho thấy các quốc gia này càng ngày càng lớn mạnh. Vì vậy, các quốc gia thuộc nhóm nước đang phát triển cần có một cái nhìn mới và chuyển mình để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Trong đó, các quốc gia nên nghiên cứu các điểm mạnh của hệ thống tài chính trọng ngân hàng để đưa ra các chính sách phù hợp. Sau đây là một số đề xuất chung của tác giả:

Thứ nhất, chính sách tiền tệ của quốc gia cần hướng tới mục tiêu chủ đạo là ổn định; giá cả các sản phẩm cần duy trì ở mức ổn định để củng cố niềm tin cho người tiêu dùng; đồng thời cần hạn chế lạm phát, tránh gây bất ổn cho nền kinh tế.

Thứ hai, chính phủ các nước nên tăng cường tính minh bạch thông tin trên thị trường chứng khoán, tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động đầu tư của các nhà đầu tư. Bên cạnh

đó, cũng cần tăng cường tính thanh khoản cho thị trường, giúp nhà đầu tư giảm thiểu các tổn thất do tình trạng bất cân xứng thông tin mang lại. Tính minh bạch của thị trường cần được xem là một trong những yếu tố quan trọng quyết định đến tăng trưởng kinh tế của một quốc gia.

Thứ ba, nâng cao vai trò quản lý của hệ thống ngân hàng. Không thể phủ nhận được vai trò của hệ thống ngân hàng trong một nền kinh tế, chính vì vậy, bất kì quốc gia nào cũng cần có một hệ thống ngân hàng vững mạnh, từ sự vững mạnh của hệ thống ngân hàng sẽ góp phần ổn định các chính sách vĩ mô, cải thiện đáng kể khả năng phục hồi nền kinh tế của quốc gia. Tuy nhiên, hệ thống ngân hàng cần xây dựng kế hoạch hoạt động hiệu quả và tăng cường hoạt động quản trị rủi ro để có thể tăng trưởng an toàn và phát triển tốt, bằng cách:

Công khai hoạt động: Công khai thông tin trên các phương tiện truyền thông để gia tăng niềm tin và giúp minh bạch tài chính.

Xây dựng các gói kích thích kinh tế phù hợp với điều kiện quốc gia: Xác định rõ ràng mục tiêu, hoàn cảnh kinh tế.

Thứ tư, xác định định hướng phát triển tổng thể của hệ thống tài chính. Cần chú trọng cung cấp các công cụ quản trị rủi ro đa dạng hơn, khuyến khích hình thành và ổn định các doanh nghiệp.

6. Kết luận

Nghiên cứu xem xét mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và quy mô tài chính của các quốc gia tại châu Á. Bằng cách sử dụng dữ liệu của 16 quốc gia trong giai đoạn 2004–2014 kết hợp với phương pháp ước lượng GMM hệ thống hai bước, nghiên cứu tìm thấy mối quan hệ bổ sung của GDP bình quân đầu người thực của Mỹ, thu nhập thực tế hội tụ của một quốc gia mẫu cùng với thu nhập thực tế của Mỹ và cấu trúc tài chính của Mỹ. Kết quả nghiên cứu cho thấy ở các quốc gia có hệ thống tài chính phụ thuộc vào thị trường, khi thị trường phát triển tốt thì hệ thống ngân hàng cũng phát triển tốt. Trong khi đó, các quốc gia có hệ thống tài chính phụ thuộc vào thị trường, khi thị trường kém phát triển, hệ thống các tổ chức ngân hàng cũng rơi vào tình trạng yếu kém. Đối với đa số mẫu các nước, cấu trúc tài chính và phát triển tài chính xuất hiện đáng kể trong việc giải thích mức sản lượng; điều này có giá trị trong cả chuỗi thời gian và bảng ước lượng, tuy nhiên, trong một số trường hợp, kết quả thực nghiệm của nghiên cứu đi ngược lại với nền tảng lý thuyết đã được xây dựng. Các thử nghiệm cũng cho thấy các ước tính bảng

(thông số) không tương ứng với dự toán riêng biệt từng nước. Tác giả tìm thấy bằng chứng về sự quan trọng không đồng nhất giữa các quốc gia trong mối quan hệ giữa phát triển tài chính, cấu trúc tài chính và tăng trưởng kinh tế.

Tuy nhiên, nghiên cứu không thể tránh khỏi những hạn chế. Một mặt, nghiên cứu chỉ giới hạn ở một số quốc gia ở châu Á, cụ thể là 16 quốc gia. Mặt khác, mẫu dữ liệu cũng không quá lớn và thời kì xem xét cũng chưa đủ dài, chỉ nghiên cứu trong giai đoạn 2004–2014. Việc nhập và tính toán số liệu có thể gặp một số sai sót chủ quan. Một vài biến được sử dụng cũng chưa hoàn toàn đại diện hết cho các nhân tố được xem xét. Số lượng nhân tố ảnh hưởng đến đầu tư của công ty còn hạn chế, chỉ chọn những nhân tố phổ biến được kiểm định nhiều ở các thị trường khác ■

Tài liệu tham khảo

- Arestis, P., Demetriades, P., & Luintel, K. (2001). Financial development and economic growth: The role of stock markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, 33(1), 16–41.
- Atje, R., & Jovanovic, B. (1989). Entry, exit, and diffusion with learning by doing. *American Economic Review*, 79(4), 690–699.
- Atje, R., & Jovanovic, B. (1993). Stock markets and development. *European Economic Review*, 37(2–3), 632–640.
- Boot, A., & Thakor, A.V. (1997). Financial system architecture. *Review of Financial Studies*, 10, 693–733.
- Boyd, J. H., & Smith, B. D. (1998). The evolution of debt and equity markets in economic development. *Economic Theory*, 12, 519–560.
- Christopoulos, D. K., & Tsionas, E. G. (2004). Financial development and economic growth: evidence from panel unit root and cointegration tests. *Journal of Development Economics*, 73(1), 55–74. doi: 10.1016/j.jdeveco.2003.03.002
- Demirguc-Kunt, A., & Levine, R. (1996). Stock markets, corporate finance and economic growth: An overview. *World Bank Economic Review*, 10(2), 223–239.
- King, R., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, 108, 717–738.
- Levine, R. (2002). Bank-based or market-based financial systems: Which is better? *Journal of Financial Intermediation*, 11(4), 398–428.
- Levine, R., & Zervos, S. (1996). Stock market development and long-run growth. *World Bank Economic Review*, 10(2), 323–339.
- Levine, R., & Zevros, S. (1998). Stock markets, banks and economic growth. *American Economic*

Review, 88(3), 537–558.

Luintel, K. B., & Khan, M. (1999). A quantitative reassessment of the finance-growth nexus: Evidence from a multivariate VAR. *Journal of Development Economics*, 60(2), 381–405.

Luintel, K. B., Khan, M., Arestis, P., & Theodoridis, K. (2008). Financial structure and economic growth. *Journal of Development Economics*, 86(1), 181–200, doi: 10.1016/j.jdeveco.2007.11.006

Mauro, P. (2000). stock returns and output growth in emerging and advanced economies. *IMF Working Paper WP/00/89*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0089.pdf>

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Financial dependence and growth. *American Economic Review*, 88(3), 559–586.

Schumpeter, J. A. (1912/1934). The theory of economic development (English translation published in 1934). Cambridge, MA: Harvard University Press.