

Lý thuyết hội tụ của thị trường chứng khoán: Bằng chứng tại một số thị trường chứng khoán trên thế giới

HOÀNG THỊ PHƯƠNG ANH, TRƯƠNG TRUNG TÀI & LÊ THỊ LANH

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

Nghiên cứu nhằm mục đích cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tính hội tụ của các thị trường tài chính, đại diện bởi thị trường chứng khoán tại 100 quốc gia được chọn lựa trong giai đoạn 2003-2012. Kết quả nghiên cứu cho thấy một số nhóm các quốc gia có sự hội tụ Beta và Sigma. Sự hiện diện của hiện tượng hội tụ khuyến nghị các nhà chính sách nên lưu ý đến tốc độ hội tụ của khu vực. Mặt khác, hiện tượng hội tụ trong thị trường chứng khoán hàm ý rằng hiệu quả của chiến lược đa dạng hóa đầu tư trên toàn cầu có thể thay đổi theo thời gian.

Từ khóa: Hội tụ, thị trường tài chính, GMM.

1. Giới thiệu

Trong hàng thập kỷ qua và kéo dài đến tận ngày hôm nay, các nhà nghiên cứu kinh tế luôn tranh luận một trong những vấn đề nóng nhất của việc phát triển kinh tế; đó là “Liệu rằng thu nhập của các nước nghèo trên thế giới có hội tụ (tiến về bằng với) thu nhập của các nước giàu hơn trong tương lai hay không?”. Nói một cách trực tiếp liệu rằng chênh lệch giàu nghèo giữa các quốc gia có được rút ngắn theo thời gian hay không.

Khái niệm hội tụ kinh tế tồn tại hơn hai thập kỷ qua, và bắt đầu với công trình của Baumol (1986). Công trình của Baumol lấy ý tưởng từ việc áp dụng các giả thuyết hội tụ vào tăng trưởng kinh tế, trong đó tập trung chủ yếu vào hai vấn đề lớn sau: có hay không các nước tăng trưởng thấp hội tụ với những

nước có tăng trưởng cao; và nếu sự hội tụ này tồn tại, thì tốc độ hội tụ là bao nhiêu? (Theo nghiên cứu của Barro (1991) và Barro & Sala-i-Martin (1992)). Mặc dù lý thuyết hội tụ đã được nghiên cứu rộng rãi từ rất lâu trong lĩnh vực tăng trưởng kinh tế, tuy nhiên các ứng dụng của lý thuyết này vào thị trường tài chính còn rất hạn chế.

Vấn đề hội tụ trong tài chính được nhắc đến lần đầu tiên trong công trình của Grubel (1968). Theo đó, trong một thế giới mà dòng vốn được tự do dịch chuyển thì dòng vốn thường sẽ tìm kiếm những nơi có tỷ suất sinh lợi trên tài sản cao hơn, hàm ý rằng áp lực từ sự dịch chuyển dòng vốn có thể làm tỷ suất sinh lợi của thị trường đang có tốc độ tăng trưởng cao sẽ giảm dần theo thời gian. Như vậy, mối liên hệ nhân quả giữa các thị trường

tài chính trên toàn cầu là hiện hữu trong thực tế, thậm chí giữa các thị trường có các quan hệ đồng liên kết, như vậy thực tế có khả năng xảy ra sự hội tụ giữa các thị trường tài chính (Bessler & Yang, 2003).

Điều gì xảy ra nếu thị trường tài chính xảy ra hiện tượng hội tụ? Thứ nhất, hội tụ là một đặc điểm cho thấy các thị trường đang hội nhập. Nếu một thị trường hội nhập thì nhà đầu tư quốc tế có cơ hội phân bổ vốn hiệu quả hơn các thị trường khác (Chen & cộng sự, 2002). Khi một thị trường hội nhập dòng vốn đầu tư được lưu thông tốt hơn vì thế tính thanh khoản trên thị trường sẽ tăng lên, các chi phí đầu tư và chi phí huy động vốn của doanh nghiệp trên thị trường sẽ được cải thiện (Kim et al, 2005). Một thị trường hội nhập cũng góp phần làm gia tăng sự ổn định tài chính, giúp

nền kinh tế ít bị ảnh hưởng bởi cú sốc bên ngoài và thậm chí làm giảm thiểu sự lây nhiễm tài chính (Financial Contagion) (Umutlu & cộng sự, 2010; Yu & cộng sự, 2010; Beine & cộng sự, 2010). Mặt khác, nếu các thị trường hội tụ thì chiến lược đa dạng hóa nhằm tìm kiếm sự bù đắp rủi ro lẫn nhau sẽ không hiệu quả do các thị trường có tính biến động cùng chiều. (Von Furstenberg & Jeon, 1989)

Một số công trình tiêu biểu đã ứng dụng lý thuyết hội tụ vào thị trường tài chính gồm các nghiên cứu của Brada & cộng sự (2005), Kim & cộng sự (2005, 2006), Eun và Lee (2010), Su & cộng sự (2010) Orlowski (2005), và Elyasiani & cộng sự (2007). Gần đây nhất là nghiên cứu của Fung (2009) và Mylonidis và Kollias (2010). Tuy nhiên, các nghiên cứu này chỉ xem xét hội tụ trong thị trường tài chính dưới góc độ thị trường tín dụng tư nhân mà không phải là dưới khía cạnh của thị trường chứng khoán. Vì vậy, tác giả thực hiện nghiên cứu này nhằm xem xét liệu có tồn tại sự hội tụ của thị trường chứng khoán trên thế giới hay không và nếu có thì xu hướng hội tụ diễn ra như thế nào.

2. Phương pháp nghiên cứu

2.1. Mô tả dữ liệu

Để nghiên cứu mức độ hội tụ của thị trường chứng khoán trên thế giới, tác giả sử dụng biến giá trị vốn hóa thị trường của 100 quốc gia, từ 2003 - 2012, ngoài ra còn có các biến kiểm soát gồm lạm phát, tổng tín dụng tư nhân, vốn đầu tư cố định, giá trị thương mại và dòng vốn đầu tư nước ngoài, các biến này được tính theo % GDP. Dữ liệu nghiên cứu của tác giả lấy từ dữ liệu phát triển kinh tế của World Bank (World Development Indicators).

Nhằm thống nhất nguồn dữ liệu và loại bỏ các quốc gia có dữ liệu không đầy đủ, tác giả quyết định chọn khung thời gian 2003-2012 để bộ dữ liệu mang tính cập nhật và đầy đủ nhất. Sau khi loại bỏ các quốc gia có dữ liệu không đầy đủ, mẫu còn lại 100 quốc gia với nhiều trình độ phát triển kinh tế khác nhau, đủ khả năng đại diện cho các thị trường chứng khoán toàn cầu.

Nghiên cứu đo lường hội tụ của thị trường cho nhóm các quốc gia theo phân loại của World Bank. Có hai cách phân loại được tác giả sử dụng trong nghiên cứu này. Cách phân loại theo khu vực kinh tế gồm các khu vực: East Asia & Pacific, Europe & Central Asia, Latin America & Caribbean, Middle East & North Africa, North America, South Asia, Sub-Saharan Africa. Phân loại theo trình độ phát triển kinh tế gồm các nhóm quốc gia: High income: OECD, High income: non-OECD, Low income, Lower middle income, Upper middle income.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng hai cách đo lường hội tụ truyền thống là hội tụ Beta (β) và hội tụ Sigma (σ) để xem xét mức độ hội tụ của các thị trường chứng khoán ở các quốc gia.

2.2.1. Hội tụ β (Beta)

Khái niệm độ hội tụ β (Beta) có nguồn gốc từ lý thuyết tăng trưởng kinh tế tân cổ điển (Solow, 1956) trong đó hàm ý rằng hiện tượng tỷ suất sinh lợi giảm dần sẽ làm cho các quốc gia tiến dần về mức phát triển ở trạng thái dừng (Steady-State Level). Hiện tượng tỷ suất sinh lợi giảm dần cũng cho rằng tốc độ phát triển của các nước nghèo sẽ nhanh hơn các nước giàu và vì thế trong dài hạn trình độ phát

triển các nước sẽ hội tụ.

Các hai loại hội tụ Beta: Beta không điều kiện, còn gọi là Beta tuyệt đối (Absolute Beta) và Beta có điều kiện (Conditional Beta). Beta không điều kiện cho rằng tất cả các quốc gia sẽ cùng hội tụ về một mức phát triển dừng trong dài hạn. Tuy nhiên do điều kiện đặc trưng riêng có của từng quốc gia nên mặc dù các quốc gia hội tụ với nhau nhưng mức phát triển dừng (Steady State) ở từng quốc gia có thể khác nhau, vì lẽ đó Beta có điều kiện được sử dụng nhằm giải quyết vấn đề này. Barro & Sala-i-Martin (1992) và Mankiw & cộng sự (1992) đã tổng hợp lại rất nhiều công trình sử dụng các phương pháp khác nhau để đo lường mức độ hội tụ Beta trong lĩnh vực tăng trưởng GDP.

Sau quá trình khảo cứu tác giả quyết định sử dụng mô hình phổ biến nhất để đo lường hệ số hội tụ Beta ứng dụng cho thị trường chứng khoán như sau:

$$\Delta \ln(y_{it}) = \alpha + \beta \ln(y_{it-1}) + \rho Z_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

y_{it} là biến vốn hóa thị trường của các chứng khoán niêm yết trên sàn chứng khoán tập trung.

Z_{it} là các biến kiểm soát có ảnh hưởng đến biến phụ thuộc bao gồm: lạm phát, tổng tín dụng tư nhân, vốn đầu tư cố định, giá trị thương mại và dòng vốn đầu tư nước ngoài, các biến này được tính theo % GDP.

μ_i là đại diện các yếu tố đặc trưng của quốc gia có ảnh hưởng lên biến phụ thuộc chưa được đề cập trong mô hình, do số năm của mẫu nghiên cứu ngắn nên tác giả giả định μ_i không thay đổi theo thời gian (Fixed Effect).

ε_{it} là sai số của mô hình.

Độ hồi quy hệ số β , tác giả loại bỏ μ_1 bằng cách biến đổi phương trình (1) như sau:

$$\Delta \ln(y_{it}) = \ln(y_{it}) - \ln(y_{it-1}) = \alpha + \beta \ln(y_{it-1}) + \rho Z_{it} + \mu_1 + \varepsilon_{it}$$

$$\ln(y_{it}) = \alpha + (\beta + 1) \ln(y_{it-1}) + \rho Z_{it} + \mu_1 + \varepsilon_{it}$$

Lấy sai phân bậc 1 hai vế phương trình trên ta được:

$$\ln(y_{it}) - \ln(y_{it-1}) = (\beta + 1) (\ln(y_{it-1}) - \ln(y_{it-2})) + \rho (Z_{it} - Z_{it-1}) + \varepsilon_{it}$$

$$\Delta \ln(y_{it}) = \beta \Delta \ln(y_{it-1}) - \rho \Delta Z_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Trong đó $\beta = (\beta + 1)$

và $\varepsilon_{it} = \varepsilon_{it-1}$

Phương trình (2) không thể được ước lượng bởi mô hình OLS vì các biến Z_{it} là các biến nội sinh trong mô hình (Pareesh & cộng sự, 2011). Một cách giải quyết thỏa đáng nhất là tác giả sử dụng phương pháp hồi quy GMM (general method of Moment) theo cách thức của Arellano & Bond (1991) bằng cách sử dụng các biến trễ của biến giải thích làm biến công cụ trong việc hồi quy. Tuy nhiên việc sử dụng ước lượng của Arellano & Bond có thể làm ước lượng phương sai của hệ số hồi quy bị chệch, tác giả khắc phục bằng cách sử dụng độ lệch chuẩn hiệu chỉnh theo phương pháp của Windmeijer (2005)

2.2.2. Hội tụ Sigma (σ)

Theo như trình bày ở trên ta thấy giá trị hội tụ β sẽ rất khác nhau ở các công trình nghiên cứu khác nhau vì cách thiết lập liên quan đến các thông số trong mô hình (1) chính vì vậy các nhà nghiên cứu trong các thập niên gần đây đề xuất sử dụng khái niệm mới: Hội tụ σ (Sigma). Hội tụ σ đo lường sự phân tán (hoặc sự không cân bằng) mức độ phát triển kinh tế giữa các quốc gia theo thời gian, nếu sự phân tán này giảm đi thì chứng tỏ các quốc

gia đang dần hội tụ với nhau. Như vậy hội tụ σ chỉ quan tâm đến phân phối của các biến số giữa các quốc gia mà không bị phụ thuộc vào cách thiết lập một mô hình ước lượng cụ thể. Chính vì lẽ đó hội tụ σ dành được nhiều sự quan tâm và được phát triển nhiều phiên bản khác nhau (Xem thêm công trình của Cowell (1995) và World Bank (1999))

Trong giới hạn nghiên cứu này, tác giả sẽ sử dụng 4 tiêu thức đo lường hội tụ σ được sử dụng phổ biến nhất bao gồm: hệ số biến thiên (Coefficient of Variation), hệ số Gini, chỉ số Theil, và hệ số Độ lệch Logarith trung bình (Mean Logarithmic Deviation - MLD).

- Hệ số biến thiên (coefficient of variation): là một thông số thống kê phổ biến dùng để đo lường mức độ phân tán của biến số. Hệ số biến thiên được tính bằng cách lấy độ lệch chuẩn chia cho trung bình mẫu trong kỳ nghiên cứu. Nếu hệ số biến thiên suy giảm theo thời gian ta có thể nói hiện tượng các quốc gia hội tụ với nhau theo thời gian là hiện hữu.

-Hệ số Gini: Trong nghiên cứu của tác giả hệ số Gini được tính theo công thức:

$$G = \frac{n+1}{n} - \frac{2 \sum_{i=1}^n (n+1-i)x_i}{n \sum_{i=1}^n x_i}$$

Trong đó: x_i là biến vốn hóa thị trường trong một khu vực trong một năm cụ thể, được sắp xếp theo thứ tự từ nhỏ đến lớn với $x_i \leq x_{i+1}$, n là số quốc gia trong nhóm nghiên cứu. Hệ số Gini được tính theo % và nếu hệ số này giảm dần theo thời gian thì cho thấy có sự hội tụ xảy ra theo thời gian trong một nhóm nước nghiên cứu.

Chỉ số Theil: được tính bằng công thức:

$$T_T = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left(\frac{x_i}{\bar{x}} \cdot \ln \frac{x_i}{\bar{x}} \right)$$

Trong đó x_i là biến vốn hóa thị trường của các quốc gia trong năm t , N là số quốc gia trong nhóm nghiên cứu. Nếu tất cả quốc gia đều có cùng một mức vốn hóa thị trường thì $T_T = 0$, mức hội tụ tối đa hay tất cả thị trường đều ở trạng thái dừng, nếu một quốc gia có mức vốn hóa quá lớn so với các quốc gia còn lại (chênh lệch lớn, nghĩa là không hội tụ) thì T_T sẽ tiến về giá trị $\ln N$. Nói một cách đơn giản nếu T_T giảm dần nghĩa là thị trường sẽ có hiện tượng hội tụ theo thời gian.

- Độ lệch Logarith trung bình (MLD): đây là một chỉ số bổ sung (hoặc có thể sử dụng độc lập) cho chỉ số Theil, mang tính củng cố cho hiện tượng hội tụ nếu chỉ số Theil cho thấy có hiện tượng này xảy ra, được tính bằng công thức:

$$MLD = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left(\ln \frac{\bar{x}}{x_i} \right)$$

3. Kết quả và thảo luận

3.1. Kết quả hội tụ β

Kết quả cho thấy hầu hết các nhóm quốc gia trong mẫu nghiên cứu đều xuất hiện hiện tượng hội tụ kinh tế với hệ số hội tụ Beta từ 0.7 đến 1.3 chỉ trừ khu vực Bắc Mỹ chưa tìm thấy bằng chứng có sự hội tụ Beta không điều kiện. Khu vực có tốc độ hội tụ cao nhất là Châu Âu và Trung Á với hệ số hội tụ là 1.3. Ba khu vực còn lại gồm châu Á Thái Bình Dương, Mỹ La Tinh và Trung Đông cũng như Nam Á có hệ số hội tụ tương

đương nhau trong khoảng 0.71-0.72.

Bảng 2 cho thấy hiện tượng hội tụ chỉ xảy ra ở 4 trong số 5 trường hợp, trong đó thị trường nhóm nước có thu nhập cao ngoài OCED có tốc độ hội tụ cao nhất vào khoảng 1.33 và nhóm nước thu nhập cao trong khối OECD có tốc độ hội tụ liền kề vào khoảng 1.17. Các nước có thu nhập trung bình có tốc độ hội tụ tương ứng ở mức trung bình từ 0.9-1.0. Nhóm các nước có thu nhập thấp không có hiện tượng hội tụ tuyệt đối xảy ra. Như vậy, ở tiêu thức hội tụ tuyệt đối ta thấy có xu hướng tính hội tụ sẽ gia tăng ở các quốc gia có thu nhập cao.

Kết quả hội tụ Beta có điều kiện cho thấy chỉ có 3 trong số 7 trường hợp là được phát hiện có hiện tượng hội tụ. Ba khu vực có tính hội tụ cao nhất lần lượt là Khu vực châu Âu-Trung Á, khu vực Đông Á-Thái Bình Dương và Mỹ Latinh. Như vậy hội tụ Beta có điều kiện sau khi kiểm soát các yếu tố khác ảnh hưởng lên tốc độ tăng trưởng thị trường đã cho thấy ít có xu hướng hội tụ tại các khu vực các nhóm nước gần nhau theo địa lý.

Bảng 4 cho thấy có 4 trong số 5 trường hợp xảy ra hiện tượng hội tụ. Tốc độ hội tụ nằm trong khoảng từ 0.9-1.3 tương ứng lần lượt với các nhóm quốc gia có thu nhập thấp đến thu nhập cao, trong đó khối quốc gia thu nhập cao thuộc OECD có tốc độ hội tụ cao nhất. Như vậy hội tụ Beta có điều kiện một lần nữa cho thấy xu hướng các quốc gia càng phát triển thì hiện tượng hội tụ càng rõ và tốc độ hội tụ càng cao.

Bảng 1: Kết quả ước lượng hội tụ β tuyệt đối với theo khu vực kinh tế

STT	Nhóm	Hội tụ không điều kiện	Tốc độ hội tụ	AR(2) Test	Sargan test
1	East Asia & Pacific	Có	.725906***	.88324	11.28643
2	Europe & Central Asia	Có	1.322954***	.92452	38.12867
3	Latin America & Caribbean	Có	.713848**	.8224	12.92029
4	Middle East & North Africa	Có	.7877334***	-1.3657	13.03878
5	North America	Không	-	-	-
6	South Asia	Có	.7226033***	-.52504	5.94e-28
7	Sub-Saharan Africa	Còn	1.053721***	-1.099	3.768474

Ghi chú: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. Những hệ số Beta > 0 hoặc không có ý nghĩa thống kê cho thấy không xảy ra hiện tượng hội tụ.

Nguồn: Tác giả tính toán từ Stata 12

Bảng 2: Kết quả ước lượng hội tụ β tuyệt đối với theo trình độ phát triển kinh tế

STT	Nhóm	Hội tụ không điều kiện	Tốc độ hội tụ	AR(2) test	Sargan test
1	High income: OECD	Có	1.178027***	.91147	30.68501
2	High income: non-OECD	Có	1.335634***	.07807	14.89986
3	Low income	Không	-	-	-
4	Lower middle income	Có	.9381195***	-.18649	16.61009
5	Upper middle income	Có	1.04392***	1.655*	24.4049

Ghi chú: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. Những hệ số Beta > 0 hoặc không có ý nghĩa thống kê cho thấy không xảy ra hiện tượng hội tụ.

Nguồn: Tác giả tính toán từ Stata 12

Bảng 3: Kết quả ước lượng hội tụ β có điều kiện theo khu vực kinh tế

STT	Area Group	Hội tụ Beta có điều kiện	Tốc độ hội tụ	AR(2) Test	Sargan test
1	East Asia & Pacific	Có	.9286888***	1.1929	4.804095
2	Europe & Central Asia	Có	1.467823***	.44123	35.06949
3	Latin America & Caribbean	Có	.7476652***	-.09431	11.21826
4	Middle East & North Africa	Không	-	-	-
5	North America	Không	-	-	-
6	South Asia	Không	-	-	-
7	Sub-Saharan Africa	Không	-	-	-

Ghi chú: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. Những hệ số Beta > 0 hoặc không có ý nghĩa thống kê cho thấy không xảy ra hiện tượng hội tụ.

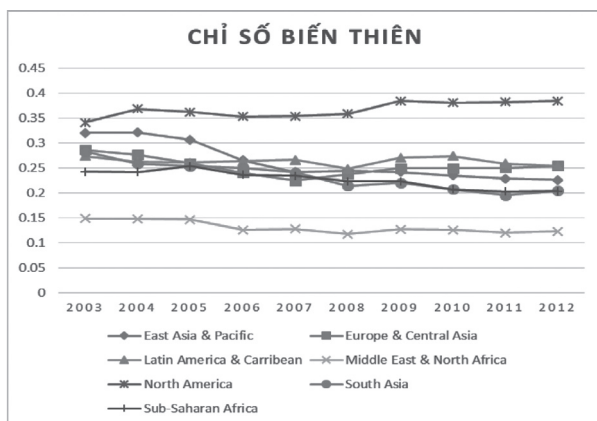
Nguồn: Tác giả tính toán từ Stata 12

Bảng 4: Kết quả ước lượng hội tụ β có điều kiện với theo trình độ phát triển kinh tế

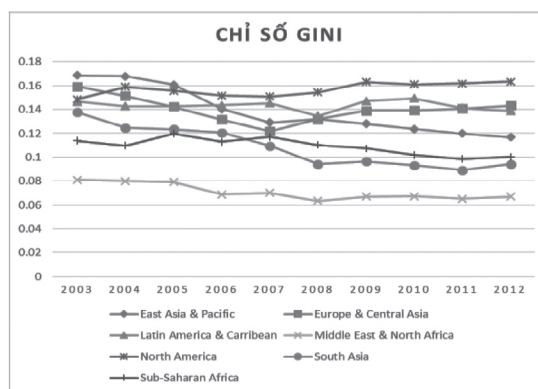
STT	Nhóm	Hội tụ có điều kiện	Tốc độ hội tụ	AR(2) test	Sargan test
1	High income: OECD	Có	1.373423***	.58831	25.03267
2	High income: non-OECD	Có	1.166029***	.16476	13.47578
3	Low income	Không	-	-	-
4	Lower middle income	Có	.9135238***	-.66847	14.88392
5	Upper middle income	Có	1.057578***	1.189	21.26092

Ghi chú: *, **, *** tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%. Những hệ số Beta > 0 hoặc không có ý nghĩa thống kê cho thấy không xảy ra hiện tượng hội tụ.

Hình 1: Hệ số biến thiên qua thời gian của các khu vực kinh tế

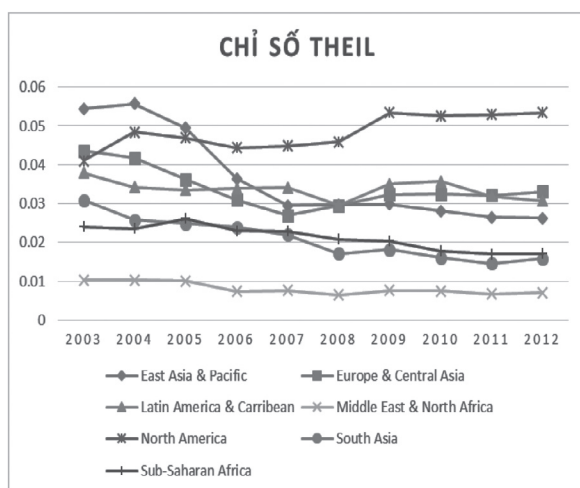


Hình 2: Chỉ số Gini qua thời gian của các khu vực kinh tế

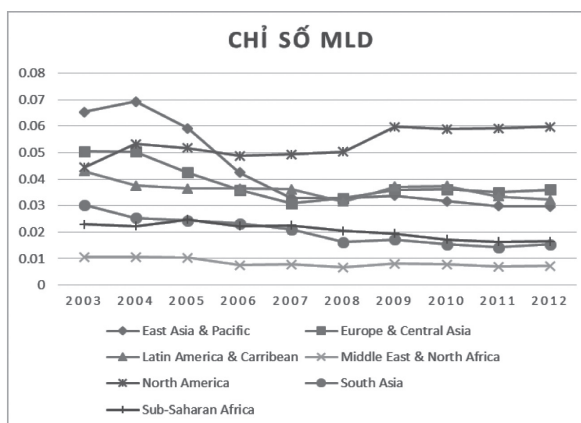


Nguồn: Tác giả tổng hợp

Hình 3 Chỉ số Theil qua thời gian của các khu vực kinh tế

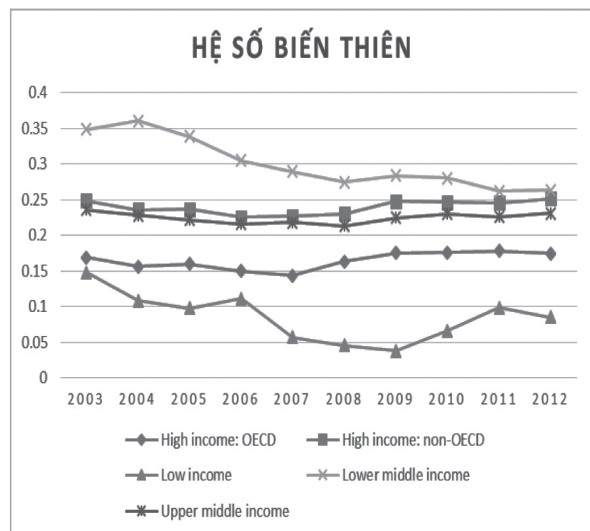


Hình 4: Chỉ số MLD qua thời gian của các khu vực kinh tế

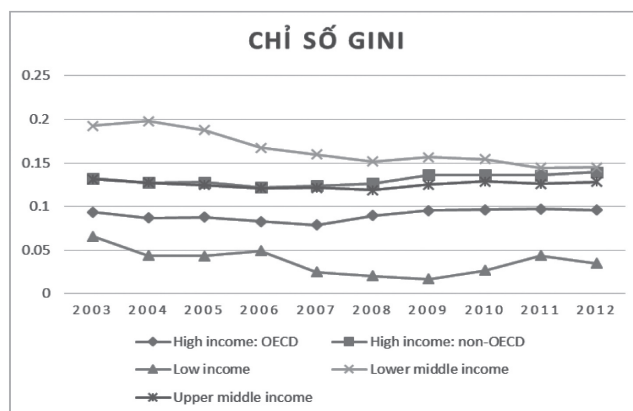


Nguồn: Tác giả tổng hợp

Hình 5: Chỉ số biến thiên qua thời gian các nhóm quốc gia theo trình độ phát triển kinh tế

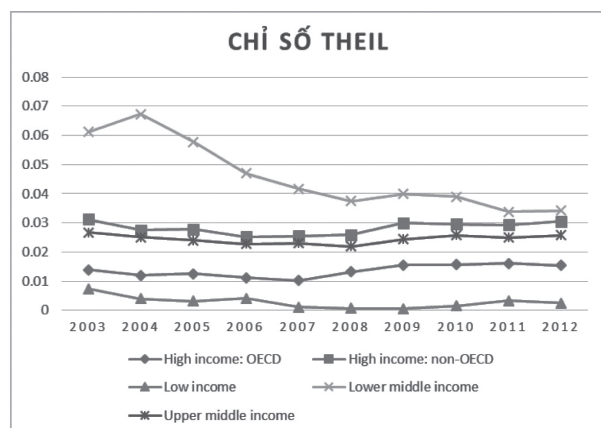


Hình 6: Chỉ số Gini qua thời gian các nhóm quốc gia theo trình độ phát triển kinh tế

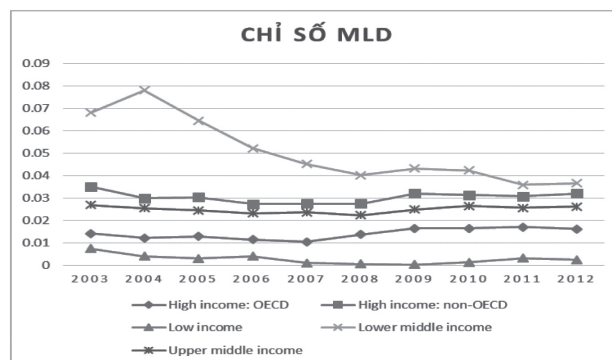


Nguồn: Tác giả tổng hợp

Hình 7: Chỉ số Theil qua thời gian các nhóm quốc gia theo trình độ phát triển kinh tế



Hình 8: Chỉ số MLD qua thời gian các nhóm quốc gia theo trình độ phát triển kinh tế



Nguồn: Tác giả tổng hợp

3.2. Kết quả hội tụ σ

3.2.1. Kết quả hội tụ σ phân theo theo khu vực địa lý

Từ Hình trên ta thấy có sự giảm dần chênh lệch trong mức vốn hóa thị trường diễn ra khá rõ nét ở 2 nhóm quốc gia: Đông Á-Thái Bình Dương và Nam Á. Xu hướng phân kỳ diễn ra ở nhóm quốc gia khu vực Bắc Mỹ. Các quốc gia còn lại không có biểu hiện rõ nét hiện tượng hội tụ của thị trường.

Hình chỉ số Gini cho thấy hai nhóm nước Đông Á-Thái Bình Dương và Nam Á thể hiện một xu hướng hội tụ rõ nét nhất trong mẫu các quốc gia. Tuy nhiên cuộc khủng hoảng 2008 đã làm cho xu

hướng hội tụ này giảm đi. Thậm chí hai khu vực là châu Âu và Bắc Mỹ sau năm 2008 đã có một xu hướng phân kỳ rõ nét.

Từ Hình chỉ số Theil chúng ta dễ dàng nhận thấy xu hướng hội tụ tại các quốc gia có sự thay đổi đáng kể sau giai đoạn 2007-2009, đặc biệt là sự phân kỳ của khu vực Bắc Mỹ sau giai đoạn này. Khu vực Đông Á- Thái Bình Dương và Nam Á vẫn là khu vực có xu hướng hội tụ rõ ràng nhất trong mẫu nghiên cứu, tuy nhiên thời gian gần đây xu hướng này có khả năng chậm lại do ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng 2008. Xu hướng hội tụ này được củng cố thông qua chỉ số MLD trong Hình 4.

3.2.2. Kết quả hội tụ σ phân theo trình độ phát triển kinh tế

Hình hệ số biến thiên cho thấy xu hướng hội tụ ở nhóm nước có thu nhập thấp và trung bình thấp. Xu hướng này diễn ra khá mạnh trước năm 2007-2008, sau khoảng thời gian này xu hướng hội tụ đã giảm đi khá rõ rệt. Các trường hợp còn lại ở các nước có thu nhập cao hơn hiện tượng hội tụ không xảy ra rõ ràng, thậm chí còn có hiện tượng phân kỳ sau khủng hoảng tài chính 2008 ở các nước có mức thu nhập cao.

Trong giai đoạn 2003-2006, từ Hình 6-Hình 8 ta thấy có xuất hiện hiện tượng hội tụ nhưng hầu hết diễn ra rất chậm, chỉ có nhóm nước thu nhập trung bình thấp tốc độ hội tụ diễn ra nhanh hơn đáng kể so với các nhóm nước còn lại. Sau năm 2008, hầu hết xu hướng hội tụ trên toàn cầu đã dừng lại vì ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng toàn cầu. Thậm chí sau khủng hoảng, nhóm quốc gia có thu nhập cao xuất hiện xu hướng phân kỳ.

Như vậy, thông qua việc phân tích các chỉ số hội tụ Sigma tác giả nhận thấy hiện tượng hội tụ có sự thay đổi theo thời gian và tính hội tụ dễ bị tác động bởi các sự kiện kinh tế toàn cầu. Tuy nhiên, xét bình quân thì các chỉ số đo lường hội tụ này tại năm 2012 đã giảm đi nếu so với năm 2003. Như vậy, trên bình diện thế giới có dấu hiệu hội tụ của thị trường chứng khoán toàn cầu; tuy nhiên, các cuộc khủng hoảng kinh tế sẽ có tác động làm cản trở quá trình này.

4. Kết luận

Lý thuyết hội tụ kinh tế được áp dụng vào nghiên cứu này nhằm tìm ra bằng chứng về hiệu ứng hội tụ của quy mô vốn hóa thị trường chứng khoán trên thế giới. Bằng

cách sử dụng mẫu nghiên cứu hơn 100 quốc gia từ năm 2003-2012, tác giả cố gắng để tìm ra hiện tượng hội tụ có xuất hiện trong một số nhóm quốc gia hay không.

Với việc sử dụng hội tụ Beta không điều kiện và có điều kiện, tác giả đã phát hiện ra rằng hiện tượng hội tụ giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán là có xảy ra trên thực tế. Nói cách khác, việc các nước có quy mô thị trường nhỏ sẽ có tốc độ phát triển thị trường chứng khoán nhanh hơn các nước lớn. Tuy nhiên hiện tượng này không xuất hiện mang tính hệ thống, việc thay đổi sử dụng Beta có điều kiện không phát hiện thấy hiện tượng hội tụ ở một số khu vực. Qua khảo sát tác giả thấy tốc độ hội tụ cao nhất thuộc về nhóm quốc gia thuộc khu vực châu Âu-Trung Á, điều này được cho rằng vì các chính sách liên kết kinh tế đang được thực thi tại khu vực châu Âu. Xét về khía cạnh trình độ phát triển kinh tế thì nhóm quốc gia có thu nhập cao có tốc độ hội tụ Beta cao hơn các quốc gia có thu nhập thấp.

Nghiên cứu còn sử dụng độ hội tụ Sigma nhằm xem xét tính hội tụ theo thời gian của các quốc gia. Hội tụ Sigma cho phép theo dõi sự chênh lệch trong quy mô vốn hóa thị trường giữa các quốc gia. Kết quả nghiên cứu cho thấy các quốc gia có xu hướng hội tụ trong khoảng thời gian 2003-2006, trong đó xu hướng hội tụ diễn ra mạnh nhất tại nhóm các quốc gia thu nhập thấp và nhóm quốc gia châu Á. Tuy nhiên, xu hướng hội tụ Sigma đã dừng lại sau cuộc khủng hoảng 2008, thậm chí một số quốc gia có thu nhập cao và khu vực Bắc Mỹ xảy ra hiện tượng phân kỳ. Hiện tượng này xảy ra theo tác giả vì khủng hoảng tài chính toàn

cầu đã khiến cho xu hướng phát triển kinh tế bị đảo ngược khi có sự dịch chuyển các dòng vốn quốc tế. Quá trình toàn cầu hóa và hội nhập quốc tế đã thúc đẩy xu hướng hội tụ diễn ra trong giai đoạn 2003-2006 nhưng cũng gia tăng sự linh hoạt trong sự dịch chuyển dòng vốn quốc tế. Vì thế, các quốc gia có sức khỏe tài chính vĩ mô không ổn định có thể chịu tác động mạnh nếu có các cuộc khủng hoảng kinh tế xảy ra ●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Arellano & Bover, (1991), "Another Look at the Instrumental Variables Estimation of Error Components Models", *Journal of Econometrics*, 1995;68:29-51.
- Barro, R.J., (1991), "Economic Growth in a Cross Section of Countries", *Quarterly Journal of Economics*, 106, 407-443.
- Barro, R.J., Sala-i-Martin, X. (1992), "Convergence" *Journal of Political Economy* 100, 223-251.
- Baumol, W.J. (1986), "Productivity, Growth, Convergence, and Welfare: What the Longrun Data Show", *American Economic Review*, 76, 1072-1085
- Beine, M., Cosma, A., Vermeulen, R. (2010), "The Dark Side of Global Integration: Increasing Tail Dependence", *Journal of Banking and Finance*, 34, 184-192
- Bessler, D.A., Yang, J. (2003), "The Structure of Interdependence in International Stockmarkets", *Journal of International Money and Finance* 22, 261-287.
- Brada, J.C., Kutun, A.M., Zhou, S. (2005), "Real and Monetary Convergence Between The European Union's Core and Recent Member Countries: A Rolling Cointegration Approach", *Journal of Banking and Finance*, 29, 249-270.
- Chen, G-M., Firth, M., Rui, O.M. (2002), "Stock market linkages: evidence from latin America", *Journal of Banking and Finance*, 26, 113-1141.