

Tác động của phát triển tài chính đến phát triển kinh tế: Bằng chứng tại các quốc gia khu vực châu Á

HOÀNG THỊ PHƯƠNG ANH & ĐÌNH TẤN DANH

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

Nhận bài: 08/07/2015 - Duyệt đăng: 20/11/2015

Bằng việc sử dụng mô hình DOLS, nghiên cứu này được thực hiện nhằm mục đích xem xét mối quan hệ giữa phát triển tài chính và phát triển kinh tế. Đồng thời, tác giả còn muốn tìm kiếm các bằng chứng ủng hộ cho quan điểm cho rằng mối quan hệ giữa phát triển tài chính và phát triển kinh tế còn phụ thuộc vào sự cân đối giữa tốc độ phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế. Sử dụng dữ liệu của 29 quốc gia trong khu vực châu Á từ năm 1996-2013, kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy phát triển tài chính có tác động tích cực lên phát triển kinh tế và mối quan hệ này thì mạnh mẽ hơn tại các quốc gia có thu nhập cao. Ngoài ra, mối quan hệ giữa phát triển tài chính và phát triển kinh tế sẽ yếu đi nếu như mất cân đối giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế. Thậm chí phát triển tài chính có thể làm giảm tăng trưởng kinh tế nếu tốc độ phát triển lĩnh vực tài chính nhanh hơn tốc độ tăng trưởng kinh tế.

Từ khóa: DOLS, phát triển tài chính, phát triển kinh tế.

1. Giới thiệu

Tầm quan trọng của các dịch vụ và công cụ của hệ thống tài chính đối với phát triển kinh tế đã được ghi nhận trong nghiên cứu của Schumpeter (1911). Tuy nhiên, nhiều nhà kinh tế học lại lập luận tài chính thì không quan trọng đối với phát triển kinh tế. Theo quan điểm này, hệ thống tài chính phản ánh những nhu cầu gia tăng từ khu vực kinh tế và không có chiều ngược lại (Robinson, 1952), hoặc là không tìm thấy mối quan hệ có ý nghĩa về mặt thống kê giữa phát triển tài chính và phát triển kinh tế (Lucas, 1988). Ngoài ra, theo

nghiên cứu của Lorenzo Ductor và Daryna Grechyna (2015) cho rằng phát triển tài chính có thể ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế nếu tốc độ tăng trưởng tín dụng đại diện cho phát triển tài chính tăng nhanh hơn so với tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế.

Các nghiên cứu thực nghiệm về tác động của phát triển tài chính đối với phát triển kinh tế có nhiều kết quả trái ngược nhau. Đầu tiên, là nghiên cứu của Andersen và Tarp (2003), họ dựa trên lý thuyết truyền thống và sử dụng mô hình tăng trưởng tài chính nội sinh (FEG) để đưa đến kết luận không có bằng

chứng rõ ràng về mối quan hệ giữa tài chính và phát triển kinh tế. Bên cạnh đó, cũng có nghiên cứu của Ali và cộng sự (2007) nghiên cứu mối quan hệ nhân quả giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế ở Thổ Nhĩ Kỳ từ quý 1/1986- quý 4/2006. Kết quả phân tích đồng liên kết của bài nghiên cứu này cung cấp bằng chứng cho thấy không có mối quan hệ dài hạn giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, ngày càng có nhiều bài nghiên cứu tìm thấy bằng chứng cho thấy phát triển tài chính có ảnh hưởng đến phát triển kinh tế. Cuộc tranh luận về mối quan

hệ giữa phát triển tài chính đối với phát triển kinh tế có thể bắt đầu với bài nghiên cứu của Patrick (1966). Tác giả nghiên cứu mối quan hệ giữa tài chính và phát triển kinh tế ở các quốc gia kém phát triển, kết quả thực nghiệm cho thấy tài chính dẫn đến phát triển kinh tế trong giai đoạn đầu bằng cách hình thành và gia tăng cả về số lượng và sự đa dạng của các tổ chức tài chính, từ đó dẫn đến sự phát triển kinh tế. Trong khi đó, phát triển kinh tế dẫn đến phát triển tài chính trong giai đoạn sau thông qua sự gia tăng nhu cầu bổ sung các dịch vụ và công cụ tài chính, đem lại động lực cho sự phát triển của hệ thống tài chính. Tiếp theo, là bằng chứng từ nghiên cứu của Hicks (1969), tác giả tin rằng nếu chỉ có phát triển kỹ thuật công nghệ thì không thể kéo theo phát triển kinh tế bền vững đối với nước Anh trong giai đoạn thế kỷ 20, mà bên cạnh đó, vai trò của phát triển tài chính là cực kỳ quan trọng trong sự tăng trưởng và phát triển kinh tế. Kul và Mosahid (1999) bằng cách sử dụng mô hình VAR đối với mẫu dữ liệu gồm 10 quốc gia đã cho thấy có mối quan hệ dài hạn giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế.

Những nghiên cứu thực nghiệm này đặt ra một câu hỏi quan trọng liên quan đến chính sách đó là dưới những điều kiện nào thì phát triển tài chính sẽ có lợi (làm hại) đến sự phát triển kinh tế? Vì vậy, mục đích của tác giả là nhằm đánh giá tác động của hệ thống tài chính đối với tăng trưởng kinh tế cho một mẫu gồm 29 quốc gia trong khu vực châu Á. Đồng thời các quốc gia sẽ được phân thành hai nhóm chính: Các quốc gia có thu nhập cao và các quốc gia có thu nhập thấp nhằm xem xét xem trình độ phát

triển của quốc gia (đại diện bởi thu nhập) sẽ ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa phát triển tài chính và phát triển kinh tế như thế nào?

2. Tổng quan các nghiên cứu trước đây

Khi nói về tầm quan trọng của tài chính đối với phát triển kinh tế, King và Levine (1993) sử dụng dữ liệu IMF và nhiều chỉ số tài chính khác để kết luận tồn tại mối quan hệ tích cực giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế. Bài nghiên cứu của họ tập trung xác định mối quan hệ thực nghiệm giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế. Kết quả cho thấy mức độ phát triển tài chính có mối tương quan mạnh mẽ với tăng trưởng kinh tế, tỷ lệ tích lũy nguồn vốn, và cải thiện việc phân bổ nguồn vốn. Bên cạnh đó, khu vực tài chính có thể giải thích đáng kể giá trị của những yếu tố kinh tế. Điều này được giải thích phát triển tài chính có thể gia tăng tăng trưởng kinh tế bằng việc gia tăng tỷ lệ tích lũy nguồn vốn, từ đó giúp cải thiện hiệu quả của những công ty sử dụng nguồn vốn này. Kết quả này dẫn đến sự tin tưởng hơn vào kết quả nghiên cứu trước đây của Schumpeter.

Aghion, Howitt, và Mayer-Foulkes (2005) nhấn mạnh tầm quan trọng của phát triển tài chính thông qua việc cắt giảm chi phí và thúc đẩy phát triển. Họ đã phát triển và kiểm định lại mô hình Schumpeter với mẫu dữ liệu các quốc gia. Kết quả nghiên cứu đề xuất phát triển tài chính là rất quan trọng nhưng cần phải hội tụ với việc phát triển kinh tế. Trong khi có những quốc gia mặc dù phát triển về tài chính nhưng nếu sự phát triển tài chính này không hướng về mục đích chính là tăng trưởng kinh tế thì sẽ đánh mất đi sự phát triển

ổn định của nền kinh tế.

Greenwood và Jovanovic (1990) nghiên cứu mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế với việc phân phối thu nhập và mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và tăng trưởng kinh tế. Cả hai mối quan hệ này được làm rõ bằng cách sử dụng phương pháp hồi quy đơn. Nghiên cứu cho thấy tăng trưởng kinh tế và phát triển tài chính có mối quan hệ chặt chẽ. Cụ thể, tăng trưởng tài chính tạo cơ hội để phát triển tài chính, ngược lại phát triển tài chính hỗ trợ tăng trưởng kinh tế thông qua kênh tiết kiệm và đầu tư.

Atje và Jovanovic (1993) kiểm tra vai trò của thị trường chứng khoán đối với phát triển kinh tế và kết luận có tác động tích cực từ thị trường chứng khoán đối với phát triển kinh tế. Levine và Zervos (1996) sử dụng những phương pháp khác nhau để đo lường sự phát triển của thị trường chứng khoán và kết luận có mối quan hệ đáng kể giữa thị trường chứng khoán và phát triển kinh tế. Tuy nhiên theo Zeira (1999) cho rằng sự phát triển tài chính sẽ có tác động tiêu cực đối với tăng trưởng kinh tế vì cho rằng phát triển tài chính thông qua kênh thị trường chứng khoán, có thể dẫn đến tăng trưởng quá nóng và gây ra khủng hoảng.

Arestis và Demetriades đã sử dụng chuỗi dữ liệu thời gian và phân tích đồng liên kết Johansen đối với Mỹ và Đức. Đối với Đức, họ tìm thấy tác động của sự phát triển trong lĩnh vực ngân hàng đến tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên ở Mỹ, họ không tìm thấy bằng chứng để khẳng định phát triển tài chính tác động lên tăng trưởng kinh tế, tuy nhiên, nghiên cứu lại tìm thấy một tác động ngược trở lại của tăng trưởng kinh tế đối với

hệ thống ngân hàng và thị trường chứng khoán.

Demircuc-Kunt và Maksimovic (1998) ước lượng mô hình tài chính để phát hiện những điều kiện để phát triển tài chính tác động đến tăng trưởng kinh tế. Trong tình huống này, thị trường tài chính năng động và hệ thống luật pháp phát triển tốt là yếu tố thúc đẩy sự phát triển của nền kinh tế. Những tranh luận thực nghiệm của Bencivenga and Smith (1991), Levine (1991), và Saint-Paul (1992) đã hỗ trợ cho lý thuyết “cung kéo” được đề xuất bởi Schumpeter (1934) và Patrick (1966). Mặt khác, Harrison và cộng sự (1999), Blackburn và Hung (1998) tranh luận các trung gian tài chính thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bởi vì chúng cắt giảm chi phí đầu tư cho các dự án. Bởi vì số lượng các dự án tăng lên sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, nhiều ngân hàng tham gia vào thị trường hơn sẽ làm cho hoạt động và lợi nhuận của ngân hàng gia tăng. Điều này sẽ giúp thu hẹp khoảng cách trung bình giữa ngân hàng và người đi vay, từ đó cắt giảm được các chi phí trung gian tài chính.

Guryay và cộng sự (2007) phân tích mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế cho trường hợp Cyprus trong giai đoạn 1986-2004. Kết quả cho thấy có tác động tích cực nhưng không đáng kể của phát triển tài chính đối với tăng trưởng kinh tế của Cyprus. Mặc dù kiểm định nhân quả Granger cho thấy phát triển tài chính không dẫn đến tăng trưởng kinh tế. Mặt khác, có mối quan hệ nhân quả ngược trở lại của tăng trưởng kinh tế đến với phát triển các trung gian tài chính.

Apergis và cộng sự (2007) điều tra mối quan hệ nhân quả giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh



tế đối với mẫu dữ liệu lớn gồm 65 quốc gia (15 quốc gia trong khối OECD và 50 quốc gia không nằm trong khối OECD), bao gồm cả các quốc gia đang phát triển và đã phát triển, trong giai đoạn 1975-2000. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy có mối tương quan dương, có ý nghĩa thống kê giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế.

Có quan điểm cho rằng, phát triển tài chính có lợi đối với các quốc gia kém phát triển hơn theo nghiên cứu của Fry (1995), Mackinnon (1973). Các tác giả nghiên cứu trường hợp các quốc gia đang phát triển, kết quả cho thấy phát triển tài chính thông qua tự do hóa tài chính có thể làm gia tăng tỷ lệ lãi suất tiền gửi, tạo nên thị trường cạnh tranh, từ đó thúc đẩy làm giảm lạm phát và kích thích tăng trưởng. Nghiên cứu dựa trên dữ liệu chéo của De Gregorio – Guidotti (1995) cho thấy mối quan hệ giữa phát triển tài chính và phát triển kinh tế mạnh hơn trong những nền kinh tế có thu nhập thấp so với các nền kinh tế có thu nhập cao. Kết quả này được hỗ trợ bởi những bằng chứng gần đây từ mô hình phân tích ngưỡng dựa trên dữ liệu bảng của Huang và Lin (2009). Ngược lại, với kiểm định nhân quả Granger đối

với từng nền kinh tế riêng biệt, Xu (2000) bác bỏ lý thuyết cho rằng phát triển tài chính chỉ đi theo sau và ít có tác động đối với phát triển kinh tế, mà thay vào đó bài nghiên cứu cung cấp bằng chứng mạnh mẽ cho thấy phát triển tài chính là một yếu tố quan trọng tác động đến tăng trưởng kinh tế; đặc biệt đầu tư là kênh quan trọng mà thông qua đó tài chính tác động đến phát triển kinh tế. Tương tự, Deidda và Fattouh (2002) và Hassan (2011) đã cho thấy có mối quan hệ cùng chiều giữa tài chính và kinh tế. Mối quan hệ này thì có ý nghĩa thống kê đối với các nền kinh tế có thu nhập cao và không đáng kể đối với các quốc gia có thu nhập thấp. Mặt khác, Yilmazkuday (2011) cho rằng nền kinh tế cần 665 USD thu nhập đầu người để hưởng lợi từ phát triển tài chính và lợi ích bắt đầu giảm khi thu nhập đạt 1.636 USD.

Những kết quả nghiên cứu thực nghiệm này cho thấy tác động nhân quả của phát triển tài chính nên được xem xét cùng với tình hình phát triển của các khu vực khác của nền kinh tế. Ví dụ, phát triển nếu tài chính làm gia tăng rủi ro hệ thống bởi vì các dự án đầu tư rủi ro cao được tài trợ quá mức, phục vụ cho sự tiến bộ công nghệ để mở

rộng khả năng sản xuất trong nước, cung cấp nguồn vốn để đáp ứng nhu cầu cho các doanh nghiệp hoạt động hiệu quả. Điều này sẽ có lợi cho nền kinh tế, làm giảm đi khả năng khủng hoảng một cách hệ thống và do đó dẫn tới gia tăng tốc độ tăng trưởng bình quân của nền kinh tế. Mặt khác, nếu tốc độ phát triển của khu vực tài chính nhanh một cách mất cân đối thông qua việc thu hút quá nhiều nguồn nhân lực có trình độ cao khiến cho các khu vực khác của nền kinh tế phải phân bổ lại nguồn nhân lực phù hợp. Ví dụ như Murphy, Shleifer, & Vishny (1991), cho rằng cần phân bổ lại nguồn nhân lực tối ưu cho các khu vực của nền kinh tế để duy trì cân đối tốc độ phát triển chung của nền kinh tế. Tương tự, nếu khu vực tài chính làm giảm tiết kiệm (do cắt giảm lãi suất) thì quá trình hiện đại hóa của các khu vực sản xuất của nền kinh tế sẽ bị ảnh hưởng trực tiếp (thiếu hụt nguồn vốn đầu tư). Chính vì lẽ đó, sự cân đối trong tốc độ phát triển của khu vực tài chính và các khu vực khác của nền kinh tế là rất quan trọng để duy trì tác động tích cực tài chính đến tăng trưởng kinh tế.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô tả dữ liệu

Tác giả sử dụng dữ liệu của 29 quốc gia trong khu vực châu Á từ năm 1996 – 2013. Tất cả các dữ liệu được thu thập từ bộ cơ sở dữ liệu WDI (World Development Indicators) của Ngân hàng Thế giới (World Bank). Để đánh giá tác động của phát triển kinh tế đến mối quan hệ giữa tài chính và kinh tế có phụ thuộc vào mức thu nhập của các quốc gia, mẫu dữ liệu đã được phân chia ra thành 2 nhóm. Một nhóm gồm các quốc gia có

thu nhập thấp (bao gồm các nước Ả Rập Saudi, Cyprus, Hồng Kông, Iran, Israel, Nhật, Jordan, Hàn Quốc, Lebanon, Qatar, Singapore, Thái Lan, Thổ Nhĩ Kỳ) và nhóm còn lại bao gồm các quốc gia có thu nhập thấp (bao gồm các nước Armenia, Bhutan, Lào, Sri Lanka, Bangladesh, Campuchia, Georgia, Ấn Độ, Indonesia, Kyrgyz, Mông Cổ, Nepal, Pakistan, Philippines, Tajikistan, Việt Nam). Cơ sở phân loại dựa trên tiêu chí phân loại các nhóm thu nhập của Ngân hàng Thế giới. Mỗi nhóm quốc gia có số lượng các quốc gia trong mẫu tương đương nhau để đảm bảo sự đánh giá cân bằng giữa hai nhóm nước.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Bài nghiên cứu này sử dụng phương pháp hồi quy DOLS (Mô hình OLS năng động) được đề xuất và phát triển bởi Stock và Watson (1993). Hồi quy DOLS là một phương pháp liên quan đến hồi quy đồng liên kết. Điểm đặc biệt của hồi quy DOLS chính là biến giải thích có độ trễ (Lags) và sai phân (Leads), bên cạnh đó Leads và Lags là những công cụ hồi quy biến nội sinh. Chính điểm này đã giúp cho phương pháp hồi quy DOLS có thể khắc phục được hiện tượng nội sinh vốn là nhược điểm lớn nhất của phương pháp hồi quy

OLS. Bên cạnh đó, việc sử dụng phương pháp hồi quy DOLS nhằm tránh tác động nhân quả ngược lại từ nền kinh tế đối với tài chính thông qua sai phân và độ trễ của biến giải thích.

Dựa theo mô hình DOLS tổng quát được đề xuất bởi Stock và Watson 1993, mô hình thực nghiệm của bài nghiên cứu như sau:

$$y_{it} = x_{it}\beta + u_{it} \quad (1)$$

$$t = 1, 2, \dots, T$$

$$i = 1, 2, \dots, N$$

Trong đó Trong đó, y_{it} là biến đại diện cho phát triển kinh tế (LOGGDPPC_{it}); x_{it} là các biến độc lập bao gồm biến phát triển tài chính (PRV_{it}), quy mô chính phủ (GOV_{it}), mức độ mở cửa (OPEN_{it}) và lạm phát của nền kinh tế (INF_{it}), và $u_{it} \sim iid(0, \sigma_u^2)$ là sai số.

Để đánh giá tác động của phát triển tài chính lên phát triển kinh tế có phụ thuộc vào sự khác biệt giữa tốc độ phát triển tài chính và phát triển kinh tế, bài nghiên cứu dựa trên ý tưởng của Lorenzo Ductor và Daryna Grechyna (2015), chúng ta có mô hình sau:

$$LOGGDPPC_{i,t} = C_{it} + PRV_{i,t} * DIFF_{i,t} + GOV_{i,t} + OPEN_{i,t} + INF_{i,t} + u_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó, biến DIFF đại diện cho sự khác biệt giữa tốc độ phát triển tài chính và phát triển kinh tế.

Bảng 1: Kết quả kiểm định tính dừng (Unit Root)

Biến	Toàn bộ mẫu		Các quốc gia thu nhập thấp		Các quốc gia thu nhập cao	
	Levin, Lin & Chu	ADF	Levin, Lin & Chu	ADF	Levin, Lin & Chu	ADF
LOGGDPPC	7.6485***	103.75***	-4.3***	40.76***	-6.27***	62.98*
PRV	3.11	40.19	2.38	22.40	1.58	17.78
GOV	-2.44***	68.79	-0.19	23.27	-3.764***	45.52**
OPEN	-4.91***	102.04***	-4.76***	70.20***	-2.48***	31.83
INF	-14.5***	213.99***	-12.5***	112.55***	-8.02***	101.44***
PRV*DIFF	-12.95***	166.93***	-7.14***	83.49***	-7.21***	93.5***

Nguồn: Tác giả tự tính toán; các kí hiệu ***, **, * tương ứng với giá trị p-value 1 %, 5% và 10%.

Biến DIFF được tính bằng công thức:

$$DIFF = (g_{FD} - g_{EG})$$

Với g_{FD} , g_{EG} lần lượt là tốc độ phát triển tài chính (được tính bằng tốc độ thay đổi hằng năm của PRV) và tốc độ tăng trưởng kinh tế (được tính bằng cách lấy tốc độ tăng trưởng hằng năm của GDP). Nếu giá trị của DIFF càng lớn ngụ ý rằng chênh lệch giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế càng lớn; tốc độ phát triển của thị trường tài chính tăng nhanh hơn so với tốc độ tăng trưởng chung của nền kinh tế.

Để thực hiện phương pháp hồi quy DOLS, trước hết chúng ta cần kiểm định tính dừng đối với các biến đưa vào trong mô hình ước lượng. Nghiên cứu sử dụng phương pháp kiểm định nghiệm đơn vị (Unit root) dựa theo hai tiêu chuẩn kiểm định của Levin, Lin & Chu và ADF. Trường hợp có một số biến không dừng tại bậc 0 chúng ta tiếp tục sử dụng kiểm định đồng liên kết dựa trên phương pháp của Engle – Granger (1987) để xem xét mối quan hệ trong dài hạn của các biến trong mô hình ước lượng. Điều này cho phép ước lượng các hệ số dài hạn trong mô hình.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Kiểm định tính dừng

Kết quả kiểm định tính dừng cho thấy hầu hết các biến đều dừng tại bậc 0 dựa vào hai tiêu chuẩn đo lường phổ biến là Levin, Lin & Chu và ADF, ngoại trừ biến PRV (Phát triển tài chính) không dừng tại bậc 0 trong cả ba trường hợp mẫu. Do đó, để có thể sử dụng được mô hình DOLS, chúng ta sẽ tiến hành kiểm định đồng liên kết dựa trên phương pháp của Engle – Granger (1987).

Bảng 2: Kiểm định đồng liên kết

Kiểm định đồng liên kết	Toàn bộ mẫu	Các quốc gia thu nhập thấp	Các quốc gia thu nhập cao
LOGGDPPC=f(PRV, GOV, OPEN, INF)	6.11***	1.59*	6.27***
LOGGDPPC=f(PRV*DIFF, GOV, OPEN, INF)	11.05***	5.14***	7.88***

Nguồn: Tác giả tự tính toán; các kí hiệu ***, **, * tương ứng với giá trị p-value 1 %, 5% và 10%.

Bảng 3: Phân tích mối quan hệ giữa phát triển tài chính đối với phát triển kinh tế

	Toàn bộ mẫu (I)	Các quốc gia thu nhập thấp (II)	Các quốc gia thu nhập cao (III)
PRV	1.5467***	3.2714 ***	3.1102***
OPEN	0.6912***	3.1029***	0.3476***
GOV	26.3344***	49.7524***	18.9108***
INF	35.7655***	12.5281***	26.1839***
R2	0.58	0.84	0.81
Số quan sát	435	240	195

Nguồn: Tác giả tự tính toán; các kí hiệu ***, **, * tương ứng với giá trị p-value 1 %, 5% và 10%.

Kết quả kiểm định đồng liên kết cho thấy các biến có quan hệ liên kết với nhau trong dài hạn và có ý nghĩa thống kê cao. Kết quả này là tiền đề để nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy DOLS nhằm xác định mối quan hệ trong dài hạn của các biến

4.2. Kết quả từ phân tích hồi quy

4.2.1. Tác động của phát triển tài chính đối với phát triển kinh tế

Trong Bảng 3, tác giả sử dụng hồi quy DOLS lần lượt đối với các mẫu dữ liệu khác nhau gồm toàn bộ mẫu các công ty (I), mẫu các quốc gia có thu nhập thấp (II) và mẫu các quốc gia có thu nhập cao (III). Chúng ta có thể dễ dàng nhận thấy hệ số của biến PRV ở cả ba mẫu dữ liệu đều mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này cho thấy phát triển tài chính sẽ dẫn đến phát triển kinh tế trong dài hạn (Mối quan hệ giữa tài chính và kinh tế là dương). Kết quả nghiên cứu này ủng hộ quan điểm của những nghiên cứu trước đây, đặc

biệt là nghiên cứu của Herwartz và Walle (2013) trong việc xác định mối quan hệ giữa tài chính và kinh tế. Đồng thời, việc sử dụng phương pháp hồi quy DOLS đã ngăn cản sự tác động ngược trở lại của biến phụ thuộc (LOGGDPPC) đối với PRV. Cho nên, chúng ta chỉ có thể kết luận có sự tác động một chiều từ phát triển tài chính đến phát triển kinh tế. Với hệ số của biến PRV trong cả hai trường hợp mẫu quốc gia có thu nhập thấp và quốc gia có thu nhập cao, ta có thể thấy hệ số của phương trình (II) cao hơn so với phương trình (III), tuy nhiên mức chênh lệch này không quá lớn. Qua đó, chúng ta cũng có thể thấy thu nhập cũng có tác động đến mối quan hệ giữa tài chính và kinh tế. Cụ thể, các quốc gia có thu nhập thấp hơn thì tác động của tài chính đối với tăng trưởng kinh tế cao hơn. Điều này có thể cho thấy các quốc gia có thu nhập thấp có trình độ phát triển kinh tế thấp hơn, nhưng động lực phát triển của các quốc gia này dựa

trên thị trường tài chính là rất lớn. Một điều thường thấy ở các nước đang phát triển, đó chính là tốc độ phát triển nhanh nhờ vào các nguồn vốn đầu tư trong và ngoài nước. Do vậy, thị trường tài chính đóng một vai trò cực kỳ quan trọng, giúp phân bổ những nguồn vốn này đến với các khu vực của nền kinh tế. Trong khi đối với các quốc gia có thu nhập cao thì mặc dù sở hữu thị trường tài chính hoàn thiện hơn, trang bị nhiều công cụ tài chính hiệu quả hơn, nhưng vai trò và động lực của thị trường tài chính đối với phát triển kinh tế dường như thấp hơn so với các quốc gia có thu nhập thấp. Bên cạnh đó, các biến nhân tố vĩ mô khác trong mô hình như GOV, OPEN, INF đều có tương quan dương và có ý nghĩa thống kê cao đối với phát triển kinh tế. Kết quả này ủng hộ quan điểm của các nghiên cứu trước đây, như của Yilmazkuday (2011).

4.2.2. Ảnh hưởng của chênh lệch trong phát triển tài chính đến phát triển kinh tế

Phần này, tác giả muốn xem xét mối quan hệ giữa phát triển tài chính đến phát triển kinh tế trong điều kiện có thêm yếu tố chênh lệch giữa sự phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế (DIFF). Bài viết tập trung chú ý vào hệ số của biến PRV*DIFF. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy biến PRV*DIFF có mối quan hệ nghịch biến, có ý nghĩa thống kê đối với toàn bộ mẫu các quốc gia và mẫu các quốc gia có thu nhập thấp. Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Lorenzo Ductor và Daryna Grechyna (2015). Điều đó cho thấy nếu tốc độ phát triển kinh tế tăng chậm hơn so với phát triển tài

Bảng 4

	Toàn bộ mẫu (I)	Các quốc gia thu nhập thấp (II)	Các quốc gia thu nhập cao (III)
PRV*DIFF	-3.4114***	-85.53***	2.53
OPEN	1.018***	6.71***	1.13***
GOV	35.54***	27.00***	24.93***
INF	36.98***	26.65***	25.78***
R2	0.39	0.43	0.46
Số quan sát	435	240	195

Nguồn: Tác giả tự tính toán; Các kí hiệu ***, **, * tương ứng với giá trị p-value 1%, 5% và 10%.

chính thì phát triển tài chính sẽ làm giảm phát triển kinh tế.

5. Kết luận

Nghiên cứu này xác định mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế, đồng thời bổ sung một ý tưởng nghiên cứu mới trong việc xác định mối quan hệ giữa tài chính và kinh tế, trong điều kiện bất cân bằng giữa tăng trưởng tài chính và tăng trưởng kinh tế. Kết quả cho thấy trong điều kiện cân bằng giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế thì phát triển tài chính có tác động tích cực đến phát triển kinh tế. Điều này đúng cho cả hai trường hợp các quốc gia có thu nhập thấp và các quốc gia có thu nhập cao. Hơn nữa, mức thu nhập của các quốc gia cũng có tác động khác nhau đến mối quan hệ giữa tài chính và kinh tế. Cụ thể các quốc gia có thu nhập thấp hơn thì phát triển tài chính dẫn đến phát triển kinh tế mạnh hơn. Bên cạnh đó, nếu có một sự mất cân bằng giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế thì việc gia tăng phát triển tài chính sẽ có tác động tiêu cực, làm giảm đi mức độ tăng trưởng kinh tế. Kết quả nghiên cứu này giúp cho chúng ta có cái nhìn chính xác hơn về những định hướng phát triển tài chính của các quốc gia đang phát triển ở khu vực châu Á. Khi xem xét đầu tư để phát

triển khu vực tài chính cần thiết phải xem xét lựa chọn thời điểm cho phù hợp để hiệu quả của phát triển tài chính dẫn đến sự gia tăng trong phát triển kinh tế. Trong đó, cần chú ý đến tốc độ phát triển kinh tế (bao gồm trình độ phát triển chung và cấu trúc thượng tầng của nền kinh tế) có đủ để bắt kịp sự phát triển của khu vực tài chính hay không. Nếu tốc độ phát triển kinh tế chậm hơn sự phát triển của khu vực tài chính thì việc đầu tư để phát triển khu vực tài chính có thể kìm hãm sự phát triển kinh tế của các quốc gia. Ý tưởng nghiên cứu này là hướng đi mới trong các nghiên cứu gần đây, tuy nhiên, do hạn chế về thời gian và khả năng thu thập dữ liệu nên bài nghiên cứu này cũng chưa kiểm tra hết các nhân tố khác có tác động đến mối quan hệ tài chính và kinh tế. Vì vậy, những hướng nghiên cứu tiếp theo nên mở rộng tìm kiếm các nhân tố mới có tác động đến mối quan hệ tài chính và kinh tế, đồng thời, đi sâu nghiên cứu hơn nữa để kiểm tra tính vững của ý tưởng nghiên cứu này cho các mẫu dữ liệu ở các khu vực khác trên thế giới ●

(Xem tiếp trang 115)