

# MỐI QUAN HỆ NHÂN QUẢ GIỮA TỰ DO HÓA TÀI KHOẢN VỐN VÀ SỰ PHÁT TRIỂN TÀI CHÍNH Ở VIỆT NAM

Lương Thị Thu Hằng\*, Nguyễn Thị Diệu Chi\*\*

Ngày nhận: 9/8/2014

Ngày nhận bản sửa: 10/9/2014

Ngày duyệt đăng: 22/9/2014

## Tóm tắt:

*Nghiên cứu thực hiện kiểm tra mối quan hệ nhân quả giữa tự do hóa tài khoản vốn và sự phát triển tài chính ở Việt Nam trong giai đoạn 2000-2012 dựa trên kiểm định Granger. Kết quả chỉ ra rằng, tự do hóa tài khoản vốn và sự phát triển tài chính (được đại diện bởi biến tín dụng trong nước/GDP và cung tiền mở rộng/GDP) ở Việt Nam chỉ có mối quan hệ một chiều từ sự phát triển tài chính tới tự do hóa tài khoản vốn, nghĩa là tự do hóa tài khoản vốn chưa có tác động thúc đẩy phát triển tài chính ở Việt Nam, mà ngược lại phát triển tài chính trong nước chính là cơ sở, là tiền đề cho việc mở cửa rộng hơn thị trường vốn. Với kết quả này, bài viết đưa ra khuyến nghị Việt Nam cần phát triển tài chính trước khi mở cửa rộng hơn thị trường vốn để tiếp tục thu hút các dòng vốn đầu tư từ nước ngoài tiềm năng cũng như để nhận được lợi ích thực sự từ quá trình tự do hóa tài khoản vốn.*

**Từ khóa:** sự phát triển tài chính, tự do hóa tài khoản vốn, quan hệ nhân quả, kiểm định Granger, Việt Nam

## 1. Lời mở đầu

Tự do hóa tài khoản vốn được hiểu là việc dỡ bỏ những hạn chế đối với các giao dịch trên tài khoản vốn trong cán cân thanh toán quốc tế của quốc gia bao gồm các giao dịch về đầu tư trực tiếp nước ngoài, đầu tư gián tiếp nước ngoài, vay nợ nước ngoài và đầu tư ra nước ngoài. Đây được coi là xu hướng phát triển tất yếu của các quốc gia trên thế giới. Tuy nhiên, tác động của tự do hóa tài khoản vốn tới các quốc gia đang phát triển vẫn còn là chủ đề gây nhiều tranh cãi.

Lý thuyết kinh tế cho rằng, tự do hóa tài khoản vốn sẽ làm tăng tỷ lệ tiết kiệm, đa dạng hóa đầu tư và đẩy mạnh tiêu dùng (Egbuna và cộng sự, 2013); tự do hóa tài khoản vốn cũng sẽ góp phần giảm chi phí vốn, tăng đầu tư và sau đó là tăng trưởng kinh tế (Fischer, 1998; Henry, 2007). Bên cạnh đó, Kose (2009), Daili Wang (2012), Chinn và Ito (2006) cũng đề cập tới các lợi ích bổ sung của tự do hóa tài khoản vốn trong đó có tác động đối với sự phát triển tài chính. Tuy nhiên, khi tìm kiếm các bằng chứng

thực nghiệm về vấn đề này, không ít kết quả chỉ ra rằng, tự do hóa tài khoản vốn không có tác động tích cực tới tăng trưởng kinh tế.

Điều này đã đặt ra một câu hỏi lớn: vậy các nước đang phát triển có nên thực hiện tự do hóa tài khoản vốn hay không; hoặc các quốc gia này cần đáp ứng những điều kiện tiền đề nào để thực hiện an toàn lộ trình tự do hóa tài khoản vốn. Để trả lời câu hỏi này, các nhà kinh tế đã tiếp nối nghiên cứu nhằm xây dựng những điều kiện tiền đề cần thiết cho quá trình tự do hóa của các quốc gia đang phát triển. Baliuu (2000), Edwards (2001), Kose (2009), Klein và Olivei (2008) trong các nghiên cứu của mình đã thống nhất rằng, sự phát triển tài chính trong nước có vai trò vô cùng quan trọng đối với các quốc gia đang phát triển trong lộ trình tự do hóa kinh tế trong đó có tự do hóa tài khoản vốn.

Như vậy, có thể nói mối quan hệ giữa tự do hóa tài khoản vốn và sự phát triển tài chính được thể hiện ở hai khía cạnh. Một là, tự do hóa tài khoản vốn có thể thúc đẩy sự phát triển tài chính và ngược lại,

sự phát triển tài chính cũng chính là điều kiện cần thiết để các quốc gia có thể mở cửa thị trường vốn ở mức độ cao hơn.

Việt Nam là một quốc gia đang phát triển nằm trong Hiệp hội các quốc gia Đông Nam Á Asean đồng thời cũng là thành viên thứ 150 của Tổ chức thương mại thế giới WTO. Cùng với xu hướng chung của các nước trong khu vực và trên thế giới, cũng như những yêu cầu về cam kết mở cửa thị trường khi tham gia các tổ chức quốc tế, Việt Nam đã và đang thực hiện tự do hóa tài khoản vốn với mức độ ngày càng gia tăng. Điều này được thể hiện rất rõ trong chính sách quản lý vốn của Nhà nước. Đối với đầu tư trực tiếp nước ngoài, bắt đầu thực hiện mở cửa từ năm 1988 và đến năm 2005 gần như mở cửa hoàn toàn. Các quy định kiểm soát đối với dòng vốn này chủ yếu là các quy định về một số lĩnh vực cấm và hạn chế đầu tư. Chính sách mở cửa gần như hoàn toàn đối với FDI đã tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vốn vào trong nước và đã mang lại không ít những tác động tích cực đối với nền kinh tế trong nước như góp phần tăng trưởng kinh tế, chuyển giao công nghệ, nâng cao sức sản xuất của các doanh nghiệp trong nước,...

Đối với vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài hay đầu tư theo danh mục (FPI), Nhà nước đã có những bước đi khá thận trọng trong việc thu hút xuất phát từ tính ngắn hạn, không ổn định và tiềm ẩn nhiều rủi ro của dòng vốn này. Chính sách quản lý vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài tập trung vào quy định về tỷ lệ cổ phần tối đa mà các nhà đầu tư nước ngoài được phép nắm giữ. Hiện nay, theo quy định của Nhà nước, các nhà đầu tư nước ngoài được nắm giữ tối đa 49% tổng số cổ phiếu của công ty cổ phần đại chúng và 20% vốn điều lệ của ngân hàng thương mại. Đối với khu vực ngân hàng, tỷ lệ này mới được gia tăng từ đầu năm nay đã phần nào đáp ứng được những mong mỏi của các nhà đầu tư trong điều kiện hậu WTO. Tuy nhiên, đối với khu vực doanh nghiệp, tỷ lệ này vẫn bị đánh giá là thấp và chưa tương xứng với mức cầu đầu tư trên thị trường chứng khoán khi tốc độ cổ phần hóa các doanh nghiệp đang được đẩy mạnh.

Đối với đầu tư ra nước ngoài, năm 1999, Chính phủ lần đầu tiên có quy định về hoạt động đầu tư ra nước ngoài của các doanh nghiệp Việt Nam. Để tiếp tục hoàn thiện các quy định pháp luật đối với hoạt động đầu tư ra nước ngoài, Quốc hội (2005) đã quy định đầy đủ hơn các hình thức đầu tư ra nước ngoài

bao gồm đầu tư trực tiếp và gián tiếp ra nước ngoài. Tiếp theo đó, Chính phủ (2006) đã hướng dẫn thi hành luật đầu tư 2005 về hoạt động đầu tư trực tiếp ra nước ngoài với bốn mục tiêu chủ đạo là: phù hợp với thực tiễn hoạt động, quy định rõ ràng, cụ thể hơn, tăng cường hiệu quả quản lý của Nhà nước, đơn giản hóa thủ tục hành chính và cho phép quyền tự chủ, tự do kinh doanh của các doanh nghiệp.

Cho đến nay, đã có một số nghiên cứu về tác động của tự do hóa tài khoản vốn tới nền kinh tế Việt Nam song mới chỉ dừng lại ở một số khía cạnh như: Phân tích tác động của vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài tới tăng trưởng kinh tế (Nguyễn Phi Lân, 2006; Trần Quang Tiến, 2005; Đào Thị Bích Thủy, 2012); Phân tích tự do hóa tài khoản vốn và sự ổn định khu vực tài chính (Nguyễn Toàn Thắng, 2009). Mỗi quan hệ tác động hai chiều giữa tự do hóa tài khoản vốn và sự phát triển tài chính ở Việt Nam hiện chưa được đề cập tới, do đó chưa thể hiện rõ được vai trò của sự phát triển tài chính trong quá trình tự do hóa tài khoản vốn ở Việt Nam.

Dựa trên những khoảng trống nghiên cứu về vấn đề này ở Việt Nam, nghiên cứu này kiểm tra mối quan hệ nhân quả giữa tự do hóa tài khoản vốn và sự phát triển tài chính ở Việt Nam trong giai đoạn 2000-2012 dựa trên kiểm định Granger. Từ đó đưa ra một số khuyến nghị chính sách nhằm thúc đẩy sự phát triển tài chính ở Việt Nam giai đoạn hiện nay.

## **2. Tổng quan về mối quan hệ giữa tự do hóa tài khoản vốn và sự phát triển tài chính**

Lý thuyết chỉ ra rằng tự do hóa tài khoản vốn có thể dẫn tới sự phát triển hệ thống tài chính thông qua một vài kênh. Thứ nhất, tự do hóa tài chính có thể làm giảm nhẹ áp chế tài chính trong việc bảo vệ thị trường tài chính trong nước, cho phép lãi suất thực có thể tăng lên điểm cân bằng thị trường (McKinnon, 1973 và Shaw, 1973). Thứ hai, dỡ bỏ kiểm soát vốn cho phép các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài có thể đa dạng hóa danh mục đầu tư, giảm chi phí vốn và tăng sự sẵn có về vốn đối với những người có nhu cầu về vốn (Stultz, 1999; Henry, 2000); Thứ ba, quá trình tự do hóa thường làm tăng mức độ hiệu quả của hệ thống tài chính thông qua việc đào thải các định chế tài chính yếu kém, tạo áp lực lớn hơn đối với việc cải cách cơ sở hạ tầng tài chính (Stultz, 1999; Stiglitz, 2000). Cơ sở hạ tầng tài chính được cải thiện sẽ làm giảm bớt thông tin không cân xứng, sự lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức, từ đó sẽ tăng sự sẵn có của tín dụng đối với

nền kinh tế (Chinn và Ito, 2006).

Bằng chứng thực nghiệm cũng chỉ ra tác động của tự do hóa tài khoản vốn tới sự phát triển tài chính. Điển hình là các nghiên cứu của Chinn và Ito (2006); Klein và Olivei (2008); Wang (2012); Ahmed (2013). Klein và Olivei (2008) kiểm tra tác động của tự do hóa tài khoản vốn tới tăng trưởng tài chính thông qua biến trung gian là độ sâu tài chính của 87 quốc gia trong giai đoạn từ 1976-1995. Kết quả chỉ ra rằng những quốc gia mở cửa thị trường vốn làm tăng độ sâu tài chính và trong suốt giai đoạn 20 năm góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, kết quả này chỉ đúng với những nước có nền kinh tế phát triển.

Sau khi sử dụng dữ liệu mảng của 108 quốc gia trong giai đoạn 1980-2000, kết quả nghiên cứu của Chinn và Ito (2006) chỉ ra rằng tự do hóa tài khoản vốn ở mức độ cao hơn thúc đẩy sự phát triển thị trường vốn chỉ khi quốc gia đó đạt được ngưỡng phát triển nhất định của thể chế. Đồng thời, tác giả cũng đề xuất thứ tự tự do hóa, độ mở thương mại nên thực hiện trước tự do hóa tài khoản vốn trong khi sự phát triển hệ thống ngân hàng là điều kiện tiên đề cho sự phát triển thị trường vốn.

Ahmed (2013) kiểm tra vai trò của tự do hóa tài chính trong việc thúc đẩy độ sâu tài chính và tăng trưởng kinh tế ở một số quốc gia châu Phi khu vực cận Sahara (SSA) trong giai đoạn 1981-2009 với kết quả ủng hộ giả thuyết tự do hóa tài khoản vốn có tác động dương tới độ sâu tài chính và phân bổ nguồn lực. Kết quả của Wang (2012) cho thấy hai mặt của một vấn đề những nước tự do hóa tài khoản vốn ở mức độ cao hơn sẽ thúc đẩy sự phát triển tài chính, song chính các quốc gia này cũng phải chịu đựng nhiều hơn trong khủng hoảng liên quan đến mức độ phát triển tài chính.

Ngược lại tác động của sự phát triển tài chính tới tự do hóa tài khoản vốn hay nói cách khác là vai trò của sự phát triển tài chính trong quá trình tự do hóa cũng được chứng minh trong nhiều nghiên cứu, điển hình là nghiên cứu của Bailliu (2000), Arteta, Eichengreen và Wyplosz (2001), Kose (2006). Với việc sử dụng số liệu mảng đối với 40 quốc gia đang phát triển giai đoạn 1975-1995, Bailliu (2000) chỉ ra rằng dòng vốn vào thúc đẩy tăng trưởng nhưng chỉ đúng với những nền kinh tế có khu vực ngân hàng đạt được mức độ phát triển nhất định.

Tương tự như vậy, kết quả Kose và Arteta, Eichengreen và Wyplosz đều cho thấy sự phát triển

tài chính trong nước chính là điều kiện tiên đề để đảm bảo rằng dòng vốn quốc tế có thể thúc đẩy tăng trưởng kinh tế ở những nước đang phát triển. Nhân mạnh vào vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI, Hermes và Lensink (2003) tìm ra rằng, để đạt được lợi ích tăng trưởng từ FDI, các quốc gia phải đạt được một ngưỡng phát triển tài chính nhất định. Trong khi hơn một nửa các quốc gia trong mẫu nghiên cứu (chủ yếu là châu Mỹ Latinh và Châu Á) đều đạt được ngưỡng cần thiết, thì hầu hết các nước trong khu vực châu Phi cận Sahara với hệ thống tài chính yếu kém, đều ở dưới ngưỡng này.

Alfaro và các cộng sự (2004) cũng tìm thấy rằng tác động của FDI lên tăng trưởng sẽ mạnh mẽ hơn ở những nền kinh tế có khu vực tài chính phát triển. Ngoài ra, Mishkin (2006) lấy dẫn chứng về hai cuộc khủng hoảng tài chính ở các quốc gia Đông Á 1997 và ở Mexico năm 1994, để thấy được sau tự do hóa tài khoản vốn, các ngân hàng trong nước là nhân tố chính gây ra các cuộc khủng hoảng này.

Mối quan hệ nhân quả giữa tự do hóa tài khoản vốn và sự phát triển tài chính cũng đã được một số nghiên cứu thực hiện song chỉ dừng lại ở vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI. Issouf và Tchana (2011) thực hiện phân tích nhân quả sử dụng dữ liệu mảng từ những thị trường mới nổi. Kết quả cho thấy có mối quan hệ nhân quả hai chiều giữa FDI và sự phát triển khu vực tài chính. Với sự phát triển của khu vực ngân hàng, mối quan hệ là không rõ ràng, điều này cho thấy kết quả phụ thuộc vào việc người phân tích lựa chọn biến đại diện cho sự phát triển tài chính là chỉ số thị trường chứng khoán hay hệ thống ngân hàng thương mại.

Philip và cộng sự (2011) cũng thực hiện kiểm tra quan hệ nhân quả giữa sự phát triển tài chính, FDI và tăng trưởng kinh tế ở Nigeria trong giai đoạn 1970-2009 với sáu biến khác nhau được sử dụng để đo lường sự phát triển tài chính bao gồm ba biến của khu vực ngân hàng (bao gồm tỷ lệ tiền gửi tiết kiệm/GDP; tổng tiết kiệm/GDP và cho vay/tiết kiệm) và ba biến của thị trường chứng khoán (mức vốn hóa thị trường, tổng giá trị giao dịch và tỷ suất doanh lợi). Kết quả cho thấy, có quan hệ nhân quả Granger giữa FDI và sự phát triển tài chính khi sử dụng ba biến đại diện của khu vực ngân hàng.

Tương tự, Zakaria (2007) cũng kiểm tra quan hệ nhân quả giữa FDI và sự phát triển tài chính của 37 nước đang phát triển. Kết quả của nghiên cứu chỉ ra FDI có tác động tới sự phát triển của thị trường

chứng khoán trong nước và ngược lại, song FDI không ảnh hưởng tới sự phát triển của hệ thống ngân hàng thương mại.

### 3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Dữ liệu sử dụng

Dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu này bao gồm chuỗi số liệu phản ánh tự do hóa tài khoản vốn và sự phát triển tài chính ở Việt Nam, số liệu được lấy theo quý từ nguồn của quỹ tiền tệ quốc tế (cụ thể là International Financial Statistic) trong giai đoạn 2000-2012.

Để đánh giá mức độ tự do hóa tài khoản vốn của các quốc gia, hai nhóm chỉ tiêu thường được sử dụng: (1) nhóm chỉ tiêu dựa trên cơ sở pháp lý (de jure) bao gồm AREAER, Quin, Kaopen, Shindler tuy nhiên chỉ tiêu hiện đang được sử dụng rất rộng rãi trong các nghiên cứu kinh tế là KAOPEN, chỉ tiêu này được xây dựng bởi Chinn và Ito (2006) và được đánh giá theo thang điểm từ 0-1. Theo đó, chỉ số bằng 0 cho biết quốc gia kiểm soát vốn hoàn toàn; chỉ số bằng 1 cho biết quốc gia tự do hóa tài khoản vốn hoàn toàn. (2) là nhóm chỉ tiêu dựa trên tổng dòng vốn thực tế (de facto) được đề xuất bởi Lane và Milesti Ferreti (2006) và được đo lường bằng tổng tài sản và nợ nước ngoài (Foreign asset and liabilities) /GDP. Để phù hợp với chuỗi số liệu được lấy theo quý, chỉ tiêu tổng tài sản và nợ nước ngoài/GDP (FAL) được sử dụng để đo lường mức độ tự do hóa tài khoản vốn ở Việt Nam.

Đối với sự phát triển tài chính, theo nghĩa rộng, sự phát triển tài chính được định nghĩa là sự phát triển năm chức năng quan trọng của tài chính: (1) tìm kiếm, cung cấp thông tin về đầu tư và phân bổ vốn dựa trên các thông tin thu thập được; (2) giám sát các cá nhân, doanh nghiệp và áp dụng quản trị doanh nghiệp sau khi phân bổ vốn; (3) tạo điều kiện cho thương mại, đa dạng hóa và quản trị rủi ro; (4) huy động tiết kiệm; (5) cung cấp các dịch vụ và công cụ tài chính. Dựa trên các chức năng quan trọng này, Ngân hàng thế giới (World Bank) đã xây dựng bộ chỉ tiêu phản ánh sự phát triển tài chính của các quốc gia bao gồm hai nhóm: Sự phát triển của các định chế tài chính (bao gồm các ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm, các tổ chức tài chính trung gian khác) và Sự phát triển của thị trường tài chính.

Tuy nhiên, do số liệu về thị trường tài chính của Việt Nam chỉ được cung cấp theo năm bắt đầu từ năm 2005, không đủ số quan sát tương ứng với phạm vi nghiên cứu nên chúng tôi lựa chọn các biến

phản ánh sự phát triển của các định chế tài chính để đại diện cho sự phát triển tài chính. Cụ thể, các biến được lựa chọn bao gồm: Tín dụng trong nước từ khu vực ngân hàng/GDP, cung tiền mở rộng (M2)/GDP và tiền gửi tiết kiệm/GDP.

#### 3.2. Phương pháp nghiên cứu

Để phân tích mối quan hệ nhân quả giữa tự do hóa tài khoản vốn và phát triển tài chính, bài viết sử dụng kiểm định nhân quả Granger (được Granger đề xuất năm 1969). Granger cho rằng X được coi là nguyên nhân gây ra Y nếu Y được dự đoán một cách chính xác bằng cách tính biến số X với các thông tin cho trước trong mô hình. Kiểm định nhân quả Granger được thực hiện trong các phương trình có dạng:

$$\text{Trong đó } FAL_t = a + \sum_{j=1}^n \alpha_j FAL_{t-j} + \sum_{j=1}^n \beta_j \text{FD}_{t-j} + \epsilon \quad (1)$$

$$FD_t = b + \sum_{j=1}^n \delta_j FAL_{t-j} + \sum_{j=1}^n \gamma_j \text{FD}_{t-j} + \mu \quad (2)$$

lượng bằng tổng tài sản và nợ nước ngoài/GDP); FD là biến phát triển tài chính (đo lường bằng FD1 – tín dụng trong nước/GDP, FD2 – M2/GDP và FD3 – tiền gửi tiết kiệm/GDP).

Kiểm định Granger thực hiện kiểm định hai giả thuyết sau:

Ho:  $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$  (tự do hóa tài khoản vốn không có ảnh hưởng Granger lên sự phát triển tài chính) đối với phương trình 1.

Ho:  $\gamma_1 = \gamma_2 = \dots = \gamma_n = 0$  (sự phát triển tài chính không có ảnh hưởng Granger lên tự do hóa tài khoản vốn) đối với phương trình 2.

Để kiểm định giả thuyết này, ta sử dụng thống kê F của kiểm định Wald và cách quyết định như sau: Nếu giá trị thống kê F tính toán lớn hơn giá trị thống kê F tới hạn ở mức ý nghĩa xác định, giả thuyết Ho bị bác bỏ và ngược lại. Khi đó sẽ có bốn khả năng như sau: (1) Nhân quả Granger một chiều từ FAL sang FD nếu các biến trễ của FAL có tác động lên FD nhưng các biến trễ của FD không có tác động lên FAL; (2) Nhân quả Granger một chiều từ FD sang FAL nếu các biến trễ của FD có tác động lên FAL nhưng các biến trễ của FAL không có tác động lên FD; (3) Nhân quả Granger hai chiều giữa FAL và FD nếu các biến trễ của FAL có tác động lên FD và các biến trễ của FD có tác động lên FAL; (4) Không có quan hệ nhân quả Granger giữa FAL và FD nếu các biến trễ của FAL không có tác động lên FD và các biến trễ của FD không có tác động lên FAL.



### 3.3. Quy trình ước lượng

*Bước 1: Kiểm tra tính dừng của chuỗi số liệu bằng kiểm định ADF (Augmented Dickey-Fuller test).* Khi nghiên cứu với chuỗi số liệu thời gian, tính dừng của các chuỗi là rất quan trọng bởi vì chuỗi số liệu chỉ có thể được mô hình hóa nếu nó độc lập với thời gian. Kiểm định ADF sẽ được tiến hành với hai chuỗi dữ liệu tự do hóa tài khoản vốn, sự phát triển tài chính và các chuỗi sai phân bậc 1 của các chuỗi trên. Giả thuyết khi kiểm tra tính dừng  $H_0$ : chuỗi số liệu có nghiệm đơn vị hay không dừng. Nếu giá trị tuyệt đối của kiểm định ADF lớn hơn giá trị tuyệt đối của giá trị tới hạn, giả thuyết  $H_0$  bị bác bỏ nghĩa là chuỗi số liệu là dừng.

*Bước 2: Kiểm định đồng liên kết.* Kiểm định tính đồng liên kết để lựa chọn phân tích nhân quả Granger dựa trên mô hình tự hồi quy theo vecto Var hay mô hình hiệu chỉnh sai số vecto VECM. Mô hình VECM là một dạng của mô hình Var tổng quát, được sử dụng trong trường hợp chuỗi số liệu là không dừng ở  $I(0)$  và chứa đựng mối quan hệ đồng liên kết. Như vậy, nếu các chuỗi số liệu là dừng ở  $I(0)$  hoặc dừng ở sai phân bậc 1  $I(1)$  và không có đồng liên kết, kiểm định Granger sẽ dựa theo mô hình Var. Nếu các chuỗi số liệu là dừng ở sai phân bậc 1 và có đồng liên kết, mô hình VECM sẽ được sử dụng. Kiểm định đồng liên kết được thực hiện theo đề xuất của Jonhansen (1991) dựa vào hai kiểm định trace và kiểm định giá trị riêng cực đại. Nếu giá trị kiểm định lớn hơn giá trị tới hạn thì các biến có mối quan hệ đồng liên kết.

*Bước 3: Lựa chọn độ trễ tối ưu.* Việc lựa chọn độ trễ tối ưu cho mô hình sẽ được thực hiện bằng cách

ứng dụng mô hình Var cho các chuỗi dữ liệu với độ trễ tối đa là 8. Mô hình Var sẽ tự động lựa chọn độ trễ tối ưu dựa trên các tiêu chuẩn: tiêu chuẩn thông tin Akaike (AIC), tiêu chuẩn thông tin Schwarz (SC) và tiêu chuẩn thông tin Hannan-Quinn (HQ).

*Bước 4: Kiểm định quan hệ nhân quả Granger dựa trên mô hình Var hoặc VECM* với các giả thuyết FAL không có quan hệ nhân quả với FD và FD không có quan hệ nhân quả với FAL. Nếu p-value nhỏ, giả thuyết  $H_0$  bị bác bỏ nghĩa là không có quan hệ nhân quả từ FAL sang FD và/hoặc ngược lại. Nếu hai giả thuyết cùng bị bác bỏ, nghĩa là tự do hóa tài khoản vốn và sự phát triển tài chính có mối quan hệ nhân quả với nhau. Nếu một trong hai giả thuyết bị bác bỏ, hai biến trong mô hình chỉ có mối quan hệ nhân quả một chiều. Trường hợp cuối cùng, nếu cả hai giả thuyết đều không bị bác bỏ thì hai biến trong mô hình hoàn toàn độc lập với nhau.

## 4. Kết quả nghiên cứu

### 4.1. Kiểm tra tính dừng của chuỗi số liệu

Kết quả từ bảng 1 cho thấy, sai phân bậc 1 của tất cả các chuỗi số liệu đều có giá trị tuyệt đối của ADF test lớn hơn giá trị tới hạn ở mức ý nghĩa 5%. Khi đó giả thuyết  $H_0$  bị bác bỏ nghĩa là các chuỗi số liệu đều dừng ở sai phân bậc 1.

### 4.2. Kiểm tra đồng liên kết

Cả kiểm định Trace và kiểm định giá trị riêng cực đại đều có giá trị kiểm định nhỏ hơn giá trị tới hạn (p-value lớn hơn 5%), khi đó giả thuyết  $H_0$  không bị bác bỏ, nghĩa là không có quan hệ đồng liên kết giữa cả ba cặp biến FAL và FD1, FAL và FD2, FAL và FD3. Vì vậy ở bước tiếp theo, kiểm định nhân

**Bảng 1: Kết quả kiểm tra tính dừng thông qua kiểm định ADF**

Chuỗi số liệu		ADF test	Critical value at 5% level	Bậc tích hợp
FAL	-Level	-1,449235	-2,92378	I(1)
	-Sai phân bậc 1	-6,448334		
FD1	-Level	-0,914536	-2,951269	I(1)
	-Sai phân bậc 1	- 3,50629		
FD2	-Level	-1,194701	-2,92378	I(1)
	-Sai phân bậc 1	-12,98415		
FD3	-Level	- 0,961758	-2,925169	I(1)
	-Sai phân bậc 1	- 3,612683		

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ kết quả kiểm định ADF trên phần mềm Eview 8.0*

**Bảng 2: Kết quả kiểm tra đồng liên kết**

	Giả thuyết Ho	Giá trị tới hạn 5%	FAL và FD1		FAL và FD2		FAL và FD3	
			Giá trị kiểm định	P-value	Giá trị kiểm định	p-value	Giá trị kiểm định	p-value
Độ trễ			2		3		3	
Kiểm định Trace	r=0	15.49471	11.41958	0.1870	11.32176	0.1925	6.472792	0.6396
	r=1	3.841466	1.669774	0.1963	1.750577	0.1858	0.345917	0.5564
Kiểm định giá trị riêng cực đại	r=0	14.26460	9.749803	0.2289	9.571185	0.2416	6.126875	0.5970
	r=1	3.8411466	1.669774	0.1963	1.750577	0.1858	0.345917	0.5564

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ kết quả kiểm định đồng liên kết trên phần mềm Eview 8.0  
 quả Granger sẽ được thực hiện dựa trên mô hình Var hai biến.

**4.3. Lựa chọn độ trễ tối ưu (Bảng 3)****4.4. Kiểm định nhân quả Granger**

Khi xem xét tác động của FD1 tới FAL, p-value = 0.0334 < 0.05, giả thuyết Ho bị bác bỏ nghĩa là

**Bảng 3: Kết quả lựa chọn độ trễ tối ưu**

Tiêu chuẩn	FAL và FD1	FAL và FD2	FAL và FD3
AIC	2	3	3
SC	2	3	3
HQ	2	3	3

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ kết quả lựa chọn độ trễ tối ưu trên phần mềm Eview 8.0

**Bảng 4: Kết quả kiểm định nhân quả Granger dựa trên mô hình Var giữa FAL và FD1**

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests

Sample: 2000Q1 2012Q4  
 Included observations: 49

Dependent variable: D(FAL)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(FD1)	6.800784	2	0.0334
All	6.800784	2	0.0334

Dependent variable: D(FD1)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(FAL)	2.401412	2	0.3010
All	2.401412	2	0.3010

**Bảng 5: Kết quả kiểm định nhân quả Granger dựa trên mô hình Var giữa FAL và FD2**

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests

Sample: 2000Q1 2012Q4

Included observations: 48

Dependent variable: D(FAL)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(FD2)	6.510989	3	0.0892
All	6.510989	3	0.0892

Dependent variable: D(FD2)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(FAL)	1.423955	3	0.6999
All	1.423955	3	0.6999

**Bảng 6: Kết quả kiểm định nhân quả Granger dựa trên mô hình Var giữa FAL và FD3**

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests

Sample: 2000Q1 2012Q4

Included observations: 48

Dependent variable: D(FAL)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(FD3)	2.013394	3	0.5696
All	2.013394	3	0.5696

Dependent variable: D(FD3)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(FAL)	1.825545	3	0.6094
All	1.825545	3	0.6094

FD1 có tác động tới FAL. Ở chiều ngược lại, p-value = 0.3010 > 0.05, giả thuyết Ho được chấp nhận nghĩa là FAL không có tác động tới FD. Như vậy chỉ tồn tại quan hệ nhân quả 1 chiều giữa FAL và FD1 (Bảng 5).

Khi xem xét tác động của FD2 tới FAL, p-value = 0.0892 < 0.1, giả thuyết Ho bị bác bỏ ở mức ý nghĩa 10% nghĩa là FD2 có tác động tới FAL. Ở

chiều ngược lại, p-value = 0.3010 > 0.1, giả thuyết Ho được chấp nhận nghĩa là FAL không có tác động tới FD2. Như vậy chỉ tồn tại quan hệ nhân quả 1 chiều giữa FAL và FD2 (Bảng 6).

Kết quả kiểm định cho thấy p-value ở cả hai chiều tác động đều có p-value > 10%, giả thuyết Ho được chấp nhận nghĩa là không có mối quan hệ nhân quả giữa FAL và FD3.

## 5. Kết luận

Kết quả kiểm định Granger chỉ ra rằng, mối quan hệ nhân quả giữa tự do hóa tài khoản vốn và sự phát triển tài chính phụ thuộc vào sự lựa chọn biến phát triển tài chính. Tự do hóa tài khoản vốn và tiền gửi tiết kiệm/GDP không có quan hệ nhân quả Granger (nghĩa là hai biến hoàn toàn độc lập với nhau). Trong khi đó, tự do hóa tài khoản vốn và hai biến phát triển tài chính còn lại (M2/GDP và tín dụng trong nước/GDP) có mối quan hệ nhân quả 1 chiều từ sự phát triển tài chính tới tự do hóa tài khoản vốn. Điều này có nghĩa, mức độ tự do hóa tài khoản vốn ở Việt Nam hiện nay chưa có tác động thúc đẩy sự phát triển tài chính trong nước đặc biệt là độ sâu tài chính.

Tuy nhiên, chiều ngược lại có ý nghĩa, cho thấy sự phát triển tài chính ở Việt Nam chính là nhân tố thúc đẩy tự do hóa tài khoản vốn. Hay nói cách khác, sự phát triển tài chính là điều kiện tiền đề cho việc mở cửa thị trường vốn ở mức độ cao hơn. Điều này thể hiện tầm quan trọng của sự phát triển tài chính trong lộ trình tự do hóa tài khoản vốn ở những nước đang phát triển trong đó có Việt Nam.

Thời gian qua, tự do hóa tài khoản vốn với mức độ ngày càng cao ở Việt Nam đã mang lại một số tác động tích cực đối với nền kinh tế. Cụ thể, tự do hóa góp phần thu hút một khối lượng lớn dòng vốn đầu tư từ nước ngoài bao gồm đầu tư trực tiếp FDI và đầu tư danh mục FPI, bổ sung cho vốn đầu tư trong nước từ đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Đặc biệt, khu vực FDI đã có những đóng góp ngày càng gia tăng cả về giá trị và tỷ trọng vào GDP Việt Nam. Ngoài ra, FDI còn có tác động mang tính “hiệu ứng tràn” vào một số yếu tố khác trong mô hình tăng trưởng như xuất khẩu, chất lượng nguồn nhân lực và

trình độ công nghệ ở Việt Nam.

Bên cạnh việc góp phần bổ sung vốn đầu tư cho nền kinh tế, dòng vốn đầu tư danh mục (FPI) trên thị trường chứng khoán còn giúp đẩy mạnh tính thanh khoản cho thị trường, nâng cao tính minh bạch trong hoạt động của các doanh nghiệp, đẩy nhanh tiến trình cổ phần hóa, tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước,... Đối với đầu tư ra nước ngoài, việc nới lỏng các quy định cho phép người cư trú có thể đầu tư ra nước ngoài đã góp phần nâng cao hiệu quả sử dụng vốn của các nhà đầu tư cũng như nâng cao vị thế, uy tín của Việt Nam trên thị trường quốc tế.

Với những lợi ích mà tự do hóa tài khoản vốn mang lại cho nền kinh tế Việt Nam trong thời gian qua cùng với những phân tích về tầm quan trọng của sự phát triển tài chính trong lộ trình tự do hóa tài khoản vốn, Việt Nam cần phải thực hiện cải cách hệ thống tài chính, đặc biệt là hệ thống ngân hàng thương mại một cách sâu, rộng và hiệu quả.

Một số biện pháp được khuyến nghị đối với các ngân hàng thương mại bao gồm: Tăng cường khả năng huy động vốn và cải thiện cơ cấu nguồn vốn; Hạn chế dần tình trạng độc canh tín dụng, mở rộng các đối tượng và các hình thức sử dụng vốn khác; Tăng cường cung cấp các dịch vụ ngân hàng tiện ích; Nâng cao năng lực quản trị rủi ro và giải quyết triệt để tình trạng nợ xấu; Nâng cao năng lực trình độ cán bộ quản lý và nhân viên ngân hàng. Bên cạnh đó, không thể thiếu được sự hỗ trợ từ phía Chính phủ, Ngân hàng Nhà nước và các Bộ ngành có liên quan trong việc thực hiện đổi mới, hiện đại hóa hoạt động ngân hàng cũng như tái cấu trúc hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam trong giai đoạn hiện nay. □

## Tài liệu tham khảo

- Ahmed, A.D. (2013), “Effects of financial liberalization on financial market development and economic performance of SSA region: An empirical assessment”, *Economic Modeling*, tập 30 (2013) trang 261 đến 273
- Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Ozcan, S. và Sayk, S. (2004), “FDI and Economic Growth: The role of local Financial Markets”, *Journal of International Economics*, tập 64, số 1
- Arteta, C., Eichengreen, B. và Wyplosz, C. (2001), “When does capital account liberalization help more than it hurts?”, *NBER Working Paper Series 84*
- Bailliu, J.N. (2000), “Private Capital Flows, Financial Development and Economic Growth in Developing Countries”, *Working Paper 2000-15*, Bank of Canada
- Chinn, M.D. và Ito, H. (2006), “What matters for financial development? Capital controls, institutions and interactions”, *Journal of Development Economics*, tập 81, số 1 (2006), trang 163 đến 192
- Chính phủ (1999), Nghị định 22/1999/NĐ-CP, quy định về hoạt động đầu tư ra nước ngoài của các doanh nghiệp



Việt Nam, ban hành ngày 14/04/1999

- Chính phủ (2006), Nghị định số 78/2006/NĐ-CP, quy định về đầu tư trực tiếp ra nước ngoài, ban hành ngày 09/08/2006.
- Wang, Daili (2012), “Remedy or Poison? Exploring the Collateral Effect from Capital Account Liberalization”, *International Review of Business Research Papers*, tập 8 số 4, trang 112 đến 130.
- Đào Thị Bích Thủy (2012), “Tác động của FDI tới tăng trưởng trong mô hình kinh tế đang phát triển”, *Tạp chí Kinh tế và Kinh doanh, Đại học Quốc gia Hà Nội*, số 28 (2012), trang 193 đến 199.
- Edwards, S. (2001), “Capital mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies different”, *NBER Working Paper Series 8076*.
- Egbuna, E.N., Oniwoduokit, E.A., Mansaray, K., Umo, M.D. và Adenekan, A. (2013), “Capital account liberalization and growth in WAMZ: An Empirical Analysis”, *International Journal of Economics and Finance*, Số 5, tập 12, trang 40 đến 62.
- Fischer, S. (1998), “Capital Account Liberalization and the Role of IMF”, *Princeton University, Essays in International Finance*, Số 207, trang 1 đến 10.
- Henry, B.P (2007), “Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation”, *Journal of Economic Literature*, Tập XLV, trang 887 đến 935.
- Hermes, Niels và Lensink, Robert (2003), “Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth”, *Journal of Development Studies*, tập 40, số 1, trang 140 đến 163.
- Issouf, S. và Tchana, F.T. (2011), “Causality between FDI and Financial Market Development: Evidence from Emerging Markets”, *Social Science Research Network*.
- Klein, M. và Olivei, J.P. (2008), “Capital Account Liberalization, financial depth and economic growth”, *Journal of International Money and Finance*, tập 27 (2008) trang 861 đến 875.
- Kose, M.A., Prasad, E., Rogoff, K. và Wei, S. (2006), “Financial Globalization: A Reappraisal”, *IMF Working Paper WP/06/189*.
- Nguyễn Phi Lâm (2006), “FDI and its linkage to Economic growth in Vietnam: A Provincial Level Analysis”, *Working Paper, Center for Regulation and Market Analysis*.
- McKinnon, R.I. (1973), “*Money and Capital in Economic Development*”, Brookings Institution, Washington, DC.
- Lane, P.R. và Milesti-Ferretti, G.M. (2007), “The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004”, *Journal of International Economics*, Số 73, trang 223 đến 250.
- Mishkin, Frederic S. (2006) “The next great globalization: How disadvantaged nations can harness their financial systems to get rich”, Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- Nguyễn Toàn Thắng (2009), “Lý luận và thực tiễn về tự do hóa các giao dịch vốn và sự ổn định khu vực tài chính Việt Nam: khuôn khổ chính sách đến năm 2020”, *Đề tài nghiên cứu khoa học cấp Nhà nước*.
- Philip, I.N., Agbeluyi, A.M. và Saibu, O.M. (2011), “Causal relationships between financial development, Foreign direct investment and Economic Growth: the case of Nigeria”, *International Journal of Business Administration Canada*, tập 2, số 4, trang 125 đến 138.
- Quốc hội (2005), Luật số 59/2005/QH11 – Luật đầu tư, ban hành ngày 29/11/2005.
- Shaw, E.S. (1973), “*Financial Deepening in Economic Development*”, Oxford University Press, New York.
- Stultz, R.M. (1999), “Globalization of equity markets and the cost of capital”, *Prepared for SBF/NYSE conference on Global Equity Markets*.
- Stiglitz, J.E. (2000), “Capital market liberalization, Economic Growth and Instability”, *World Development*, tập 28, số 6, trang 1075 đến 1086.
- Trần Quan Tiến (2005), “Sudden Surge in FDI and Infrastructure Bottlenecks: The case in Vietnam”, *Asean Economic Bulletin*, Tập 26, trang 58 đến 76.
- Zakaria, Z. (2007), “The causality relationship between financial development and foreign direct investment”, *Journal of Kemanusiaan*, Tập 10, 2007, trang 1 đến 23.

## **The causality relationship between capital account liberalization and financial development in Vietnam**

### *Abstract:*

*The article investigates causality relationship among capital account liberalization and financial development in Vietnam over the period 2000 to 2012 that base on Granger test. The results show that there is evidence of uni-directional causality between capital account liberalization and financial development in Vietnam in the two measures of financial development. This means capital account liberalization has no effect on financial development while financial development is pre-condition for capital market openness. The paper provides policy implications to enhance financial development in Vietnam to absorb foreign capital inflows effectively as much as to receive real benefits from capital account liberalization process.*

---

### **Thông tin tác giả:**

**\*Lương Thị Thu Hằng**, Thạc sĩ - Nghiên cứu sinh

- Tổ chức tác giả công tác: Viện Ngân hàng - Tài chính, Đại học Kinh tế quốc dân

- Địa chỉ liên hệ: địa chỉ email: [thuhang291@yahoo.com.vn](mailto:thuhang291@yahoo.com.vn).

- Lĩnh vực nghiên cứu chính của tác giả: kinh tế tài chính ngân hàng, kinh tế quốc tế

- Một số tạp chí tiêu biểu tác giả đã đăng tải công trình nghiên cứu: Tạp chí Kinh tế và phát triển, Tạp chí Ngân hàng

**\*\*Nguyễn Thị Diệu Chi**, Thạc sĩ - Nghiên cứu sinh

- Tổ chức tác giả công tác: Viện Ngân hàng – Tài chính, Đại học Kinh tế quốc dân

- Lĩnh vực nghiên cứu chính của tác giả: kinh tế tài chính ngân hàng; kinh tế thương mại quốc tế; tái cấu trúc hệ thống ngân hàng; hoạt động mua bán và sáp nhập các tổ chức tài chính.

- Một số tạp chí tiêu biểu tác giả đã đăng tải công trình nghiên cứu: Tạp chí Kinh tế và phát triển, Tạp chí Tài chính, Tạp chí Khoa học và Công nghệ Việt Nam, Tạp chí Thông tin và Dự báo Kinh tế xã hội, Tạp chí Cộng sản Việt Nam.

- Địa chỉ liên hệ: địa chỉ email: [ndchi226@gmail.com](mailto:ndchi226@gmail.com)