

# ĐỘ MỞ THƯƠNG MẠI, PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VÀ TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ TẠI CÁC NƯỚC ĐANG PHÁT TRIỂN

**Phạm Thị Hồng Vân**

*Khoa Tài chính – Kế toán, Đại học Văn Lang*

*Email: phamthihongvan@vanlanguni.edu.vn*

Ngày nhận: 09/10/2018

Ngày nhận bản sửa: 12/12/2018

Ngày duyệt đăng: 15/01/2019

## **Tóm tắt:**

*Sử dụng phương pháp S-GMM sai phân hai bước trên mô hình bảng động của 36 quốc gia đang phát triển trong giai đoạn 2002-2017, nghiên cứu phát hiện ra tác động điều tiết của phát triển thị trường chứng khoán đến mối quan hệ giữa độ mở thương mại và tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia đang phát triển. Trong khi độ mở thương mại và phát triển thị trường chứng khoán tác động thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, thì tương tác giữa độ mở thương mại và phát triển thị trường chứng khoán làm giảm tăng trưởng kinh tế. Điều này cho thấy thị trường chứng khoán của các quốc gia đang phát triển hoạt động chưa hiệu quả làm tác động tiêu cực đến tăng trưởng qua mối quan hệ với thương mại. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng cho thấy hiệu quả chính phủ, chất lượng luật pháp tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế, còn lạm phát tác động không rõ ràng đến tăng trưởng. Nghiên cứu này đã chỉ ra những cảnh báo cũng như đề xuất một vài chính sách hữu ích cho các quốc gia đang phát triển.*

**Từ khóa:** Các nước đang phát triển, tăng trưởng kinh tế, phát triển thị trường chứng khoán, độ mở thương mại.

**Mã JEL:** O16, O24, O47.

## **Trade Openness, Stock Market Development and Economic Growth in Developing Countries**

### *Abstract:*

*Using the two-step System-Generalized Method of Moment (S-GMM) estimator with the dynamic panel of 36 developing countries in the period of 2005-2017, this study finds the accommodated impact of stock market development on the relationship between trade openness and economic growth of developing countries. Trade openness and stock market development stimulate growth, while the interaction between trade openness and stock market development reduces growth. It means that the stock market of these countries has operated ineffectively, leading to a negative effect on growth by relationship with trade. The research also shows that the government effectiveness and the regulatory quality have a positive impact on growth, while the inflation has no clear impact. This paper specifies the warning messages and suggests some useful policies in developing countries.*

*Keywords:* Developing countries, economic growth, stock market developing, trade openness.

**JEL code:** O16, O24, O47.

## 1. Giới thiệu

Đến nay, các nghiên cứu về tác động của độ mở thương mại đến tăng trưởng kinh tế cũng còn nhiều kết quả trái chiều. Các nước phát triển tận dụng được lợi thế về công nghệ để xuất khẩu nhiều hàng hóa thâm dụng công nghệ sang các nước phát triển kém hơn, tại các nước phát triển kém hơn có lợi thế về lao động nên sẽ xuất khẩu các sản phẩm thâm dụng lao động sang các nước phát triển hơn. Theo lý thuyết lợi thế cạnh tranh của Ricardo (1817) thì việc mở cửa thương mại giúp cho các quốc gia mở rộng thị phần tiêu thụ sản phẩm, sản xuất những sản phẩm mà nước mình có lợi thế để xuất khẩu sang nước khác, đồng thời nhập khẩu những sản phẩm mà nước mình kém lợi thế. Qua đó thúc đẩy đầu tư, mở rộng sản xuất, góp phần tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, mở cửa thương mại sẽ làm giảm rào cản thuế quan, ảnh hưởng trực tiếp đến chính sách bảo hộ sản xuất trong nước, tăng thêm áp lực cạnh tranh cho những doanh nghiệp non trẻ trong nước so với doanh nghiệp nước ngoài. Tại các nước phát triển kém hơn, việc mở cửa thương mại tạo ra môi trường vĩ mô không ổn định về cán cân thanh toán do sự chênh lệch lớn về giá trị hàng hóa xuất nhập khẩu giữa sản phẩm thâm dụng lao động và sản phẩm thâm dụng công nghệ, lạm phát tăng lên, sự mất giá đồng nội tệ xảy ra... Sự gia tăng áp lực cạnh tranh của các doanh nghiệp, sự không ổn định yếu tố vĩ mô khi mở cửa thương mại sẽ làm cản trở tăng trưởng kinh tế. Bên cạnh đó, về mặt thực nghiệm, tác động này cũng có kết quả khác nhau, như nghiên cứu của Musila & Yiheyis (2015), Newfarmer & Sztajerowska (2012), Chandran & Munusamy (2009),... thì kết luận mở cửa thương mại giúp tăng trưởng kinh tế; trong khi các nghiên cứu của Ulaşan (2015), Trejos & Barboza (2015), Rodrigue & Rodrik (1999),... cho thấy mối quan hệ tiêu cực giữa mở cửa thương mại và tăng trưởng kinh tế.

Như vậy, mối quan hệ giữa độ mở thương mại đến tăng trưởng kinh tế có thể bị điều tiết bởi những nhân tố khác. Một vài tác giả đề xuất và nghiên cứu tương tác giữa độ mở thương mại và mức thu nhập bình quân đầu người năm trước hay tương tác với tỷ lệ vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) tạo nên tác động thúc đẩy tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội (GDP) bình quân đầu người cho năm sau tại các nước Đông Nam Á (Vehapi & cộng sự, 2015),

trong khi nghiên cứu của Musila & Yiheyis (2015) thì phát hiện tương tác giữa độ mở thương mại và tỷ lệ vốn cổ phần bình quân đầu người là có tác động cản trở tăng trưởng kinh tế tại Kenya. Trong nghiên cứu này quan tâm đến sự điều tiết của thị trường chứng khoán đến mối quan hệ giữa độ mở thương mại và tăng trưởng kinh tế vì tính chất cung ứng và điều hòa nguồn vốn chủ sở hữu trong nền kinh tế. Theo lý thuyết về cấu trúc vốn thì vốn chủ sở hữu là yếu tố then chốt quyết định đến sự tồn tại và phát triển của một doanh nghiệp. Vì vậy thị trường chứng khoán, chủ yếu cung ứng nguồn vốn chủ sở hữu sẽ có tác động điều tiết đến mối quan hệ giữa mở cửa thương mại và tăng trưởng kinh tế.

Tại các nước đang phát triển có sự tương đồng nhau về điều kiện kinh tế, nhưng khác nhau nhiều về thể chế chính trị. Khi mở cửa kinh tế, các quốc gia phải hướng đến việc xây dựng một môi trường pháp lý gần tương đồng nhau để thu hút đầu tư và phát triển kinh tế. Đến nay, các công trình nghiên cứu thực nghiệm quan tâm đến sự điều tiết của thị trường chứng khoán đến mối quan hệ của độ mở thương mại và tăng trưởng kinh tế tại các nước đang phát triển chưa được khám phá, nghiên cứu này sẽ đóng góp những bằng chứng khoa học mới về tác động điều tiết của thị trường chứng khoán đến tăng trưởng kinh tế qua độ mở thương mại, giúp các nước đang phát triển xây dựng được lộ trình và kế hoạch cho sự phát triển của quốc gia.

## 2. Cơ sở lý thuyết và lược khảo các công trình có liên quan

### 2.1. Cơ sở lý thuyết

Nghiên cứu tập trung vào tác động của thị trường chứng khoán, độ mở thương mại đến tăng trưởng kinh tế và tác động điều tiết của thị trường tài chính đến mối quan hệ giữa độ mở thương mại và tăng trưởng kinh tế. Tăng trưởng kinh tế được tiếp cận từ hàm sản xuất Cobb – Douglas (1982), với 2 nhóm nhân tố quan trọng trong mô hình, một nhóm nhân tố thể hiện nguồn lực tích lũy được về vốn (K), lao động (L) và nhóm thứ hai là phản ánh hiệu suất sử dụng các nguồn lực đó (phụ thuộc vào công nghệ). Như vậy, yếu tố vốn trong mô hình tăng trưởng được nghiên cứu qua sự phát triển của thị trường chứng khoán. Theo lý thuyết lợi thế cạnh tranh của Ricardo (1817), thì ngay cả những nước có lợi thế tuyệt đối hay kém lợi thế so với các nước khác trong sản xuất

mọi sản phẩm thì vẫn có lợi khi tham gia vào phân công lao động và thương mại quốc tế, bởi lợi thế so sánh về sản xuất sản phẩm là khác nhau của quốc gia. Như vậy, độ mở thương mại là biến đại diện cho sự mở cửa kinh tế của các quốc gia nói chung và của các nước đang phát triển nói riêng trong mô hình nghiên cứu.

Tuy nhiên, khi các quốc gia mở cửa giao thương với nhau, giá trị hàng hóa giao dịch của các quốc gia lại phụ thuộc nhiều vào điều kiện sản xuất và môi trường đầu tư trong nước. Trong đó, điều kiện sản xuất quan trọng nhất là nguồn vốn, môi trường đầu tư liên quan nhiều đến yếu tố vĩ mô chung của nền kinh tế. Theo lý thuyết đánh đổi, doanh nghiệp không nên tiếp cận nợ vay khi vốn đầu tư của doanh nghiệp có mức sinh lời thấp hơn lãi suất vay nợ. Điều này cho thấy nguồn vốn chủ sở hữu trong đầu tư là yếu tố quyết định để duy trì hoạt động doanh nghiệp trong giai đoạn kinh doanh khó khăn, nguồn vốn vay chỉ là nguồn lực bổ sung khi doanh nghiệp đang kinh doanh thuận lợi. Như vậy, khi thị trường chứng khoán phát triển tốt, vốn chủ sở hữu sẽ được điều tiết từ nơi sử dụng kém hiệu quả sang nơi sử dụng hiệu quả, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, tổng giá trị sản lượng của doanh nghiệp làm ra cao hơn, nhờ vậy gia tăng hoạt động thương mại, thúc đẩy phát triển kinh tế. Ngược lại, khi thị trường chứng khoán hoạt động không hiệu quả, nguồn vốn chủ sở hữu có hiệu quả sử dụng thấp, tổng giá trị sản lượng làm ra thấp hơn, từ đó làm giảm giá trị thương mại, cản trở tăng trưởng kinh tế. Từ nền tảng lý thuyết này cho thấy sự phát triển của thị trường chứng khoán có tác động điều tiết đến mối quan hệ giữa độ mở thương mại và tăng trưởng kinh tế.

## **2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm**

Những nghiên cứu đầu tiên về ảnh hưởng của thị trường chứng khoán đến tăng trưởng kinh tế được biết đến như nghiên cứu của Greenwood & Smith (1997), Levine & Zervos (1998) đã khẳng định phát triển thị trường chứng khoán sẽ là yếu tố quan trọng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tại đây, doanh nghiệp được huy động vốn với chi phí rẻ, đáp ứng đủ vốn cho nhu cầu đầu tư hiện tại, khuyến khích doanh nghiệp mở rộng sản xuất kinh doanh, tăng cường đầu tư trong tương lai. Quốc gia có thị trường chứng khoán phát triển sẽ khuyến khích tăng tiết kiệm và giảm chi phí giao dịch (Dicle & Beyhan, 2010), sẽ

thúc đẩy tăng trưởng kinh tế (Seetanah & cộng sự, 2012).

Nghiên cứu mối quan hệ thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế giữa 2 nhóm quốc gia phát triển và đang phát triển, Harris (1997) tìm thấy mối quan hệ tích cực chỉ tồn tại trong nhóm nước đang phát triển. Sau đó, nghiên cứu của Filer & cộng sự (1999) tiến hành so sánh chi phí đối với nguồn vốn tín dụng từ thị trường chứng khoán ở 2 nhóm quốc gia này. Kết quả cho thấy nhóm quốc gia đã phát triển có chi phí vốn rẻ hơn tương đối so với nhóm quốc gia đang phát triển. Lý giải cho điều này là do các tổ chức tài chính gồm thị trường chứng khoán và hệ thống ngân hàng tại các quốc gia này phát triển lâu đời hơn nên tạo nguồn tín dụng sẵn có với chi phí thấp hơn so với nhóm nước đang phát triển. Đồng quan điểm này, Deb & Mukherjee (2008), Cooray (2010) cũng chỉ ra rằng những cải thiện về tỷ lệ đầu tư và hiệu quả sử dụng vốn tại các quốc gia đang phát triển thể hiện rõ nét hơn so với nhóm các quốc gia đã phát triển, vì vậy các quốc gia đang phát triển còn được hưởng lợi nhiều hơn từ phát triển khu vực tài chính so với các quốc gia đã phát triển. Ngoài ra, nghiên cứu của Demircuc-Kunt & Maksimovic (1998) cũng khẳng định rằng những thị trường chứng khoán được xếp hạng cao với những quy định trong nước gần với quy định của quốc tế, thường thu hút được nguồn vốn nước ngoài đầu tư vào nhiều hơn so với các thị trường khác, nhờ vậy nên tăng trưởng kinh tế nhanh hơn.

Gần đây, nghiên cứu của Ngare & cộng sự (2014) trên mẫu là các nước Châu Phi cho thấy phát triển thị trường chứng khoán có tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế. Các nước có thị trường chứng khoán tăng trưởng nhanh hơn các nước không có thị trường chứng khoán, các nước tương đối phát triển và có thị trường chứng khoán sẽ có xu hướng tăng trưởng kinh tế nhanh hơn so với các nước nhỏ có thị trường chứng khoán. Nhưng khi nghiên cứu trên mẫu là các quốc gia phát triển ở Châu Âu (Fufa & Kim, 2018) thì tác động tích cực của thị trường chứng khoán đến tăng trưởng kinh tế là tùy theo từng giai đoạn của nền kinh tế.

Mối quan hệ giữa mở cửa thương mại và tăng trưởng kinh tế được ủng hộ từ lý thuyết lợi thế cạnh tranh của Ricardo. Ngoài ra, cũng có nhiều nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ này, nhưng kết

quả tác động của chúng là còn nhiều tranh cãi. Bắt đầu từ nghiên cứu của Grossman & Elhanan (1991), Lucas (1988), Krueger & Berg (2003), Kim & Lin (2009) cho rằng nền kinh tế có mở cửa cao hơn thì khả năng nhận chuyển giao công nghệ từ các nền kinh tế tiên tiến tốt hơn. Nhờ đó, họ có thể phát triển nhanh hơn so với các nền kinh tế có mở cửa thấp hơn. Tuy nhiên, cũng có một số nghiên cứu cho thấy mối quan hệ tiêu cực giữa mở cửa thương mại và tăng trưởng kinh tế. Theo nghiên cứu của Rodriguez & Rodrik (1999) thì các quốc gia có nền kinh tế mở sẽ làm cho các yếu tố vĩ mô thường không ổn định do bị ảnh hưởng bởi lạm phát, mất giá đồng nội tệ và mất cân đối cán cân thanh toán. Đồng quan điểm này, Andriamananjara & Nash (1997) cho rằng một chính sách thương mại tự do hơn làm giảm giá trị nội tệ do giảm tổng cung các yếu tố đầu vào, từ đó làm tăng giá nguyên liệu nhập khẩu, làm giảm khối lượng đầu ra trong nước. Trong khi đó, nghiên cứu của Krugman (1994), Ulaşan (2015), Trejos & Barboza (2015) cảnh báo rằng khi mở cửa thương mại, hàng rào thuế quan dần dỡ bỏ làm ảnh hưởng nhiều đến khối lượng thương mại của một quốc gia nhưng không chắc tác động đến tăng trưởng kinh tế.

Khi phân biệt 2 nhóm nước phát triển và đang phát triển, Herzer (2013) nhận thấy rằng việc mở cửa thương mại ảnh hưởng tích cực đến tăng trưởng kinh tế ở nhóm nước phát triển nhưng lại ảnh hưởng tiêu cực đến nhóm nước đang phát triển. Theo Agénor

(2004) và Liang (2006) thì có một điểm ngưỡng, khi thu nhập bình quân đầu người của quốc gia đó trên mức ngưỡng thì độ mở cửa thương mại lớn hơn sẽ tác động có lợi đến tăng trưởng kinh tế, còn dưới mức ngưỡng này thì tăng cường mở cửa thương mại sẽ gây nên những bất lợi cho nền kinh tế.

Các nghiên cứu trên cho thấy tác động độ mở thương mại đến tăng trưởng kinh tế là còn nhiều tranh cãi, phần lớn các nghiên cứu đều khẳng định chiều hướng tác động tích cực đến nhóm nước phát triển, còn nhóm nước đang phát triển thì kết quả còn mơ hồ và đang không đồng nhất. Từ đó, đặt ra nghi vấn về mối quan hệ giữa độ mở thương mại và tăng trưởng kinh tế có thể bị điều tiết bởi nhân tố khác. Nghiên cứu này quan tâm đến tác động điều tiết của thị trường chứng khoán đến mối quan hệ đó. Vì vậy, nghiên cứu này trả lời hai câu hỏi sau:

- Độ mở thương mại có tác động thúc đẩy tăng trưởng kinh tế tại các nước đang phát triển không?

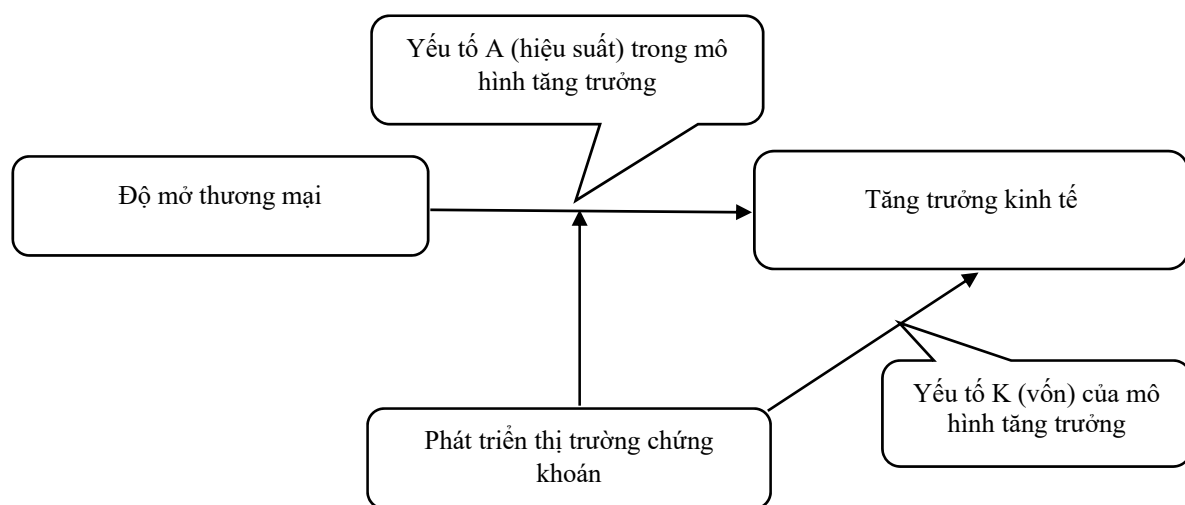
- Liệu có tồn tại tác động điều tiết của thị trường chứng khoán đến mối quan hệ giữa độ mở thương mại và tăng trưởng kinh tế ?

Từ hai câu hỏi nghiên cứu trên, hai giả thuyết nghiên cứu được xây dựng:

$H_1$ : Độ mở thương mại có tác động thúc đẩy tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia đang phát triển.

$H_2$ : Tồn tại tác động điều tiết của phát triển thị trường chứng khoán đến mối quan hệ giữa độ mở

**Hình 1: Khung lý thuyết**



Nguồn: Theo quan hệ các nhân tố của hàm sản xuất Cobb – Douglas.

**Bảng 1: Thống kê mô tả các biến**

Biến	Obs	Mean	Std. Dev	Min	Max
Lg_gdp	576	3,648411	0,4312255	2,59753	4,660476
Lg_mc	501	1,55636	0,3695436	0,5861208	2,546903
Lg_to	570	1,85131	0,2174517	1,316442	2,322992
Lg_to.Lg_mc	495	2,88468	0,8193416	1,03997	5,150804
Inf (%)	562	5,812789	5,07277	-3,74915	44,9641
Lg_tech	572	2,003597	0,4105111	0,1256266	2,560481
Gov_eff	576	0,0105408	0,5069732	-1,21464	1,50987
Regu_qua	576	0,0287064	0,5751922	-1,72011	1,53851

Nguồn: Theo nghiên cứu của tác giả.

thương mại và tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia đang phát triển.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Khung phân tích

##### 3.1.1. Khung lý thuyết

##### 3.1.2. Mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu dựa trên hàm sản xuất Cobb – Douglas (1982) để mở rộng các nhân tố tác động đến tăng trưởng kinh tế.

Hàm sản xuất Cobb – Douglas có dạng:

$$Y = A \cdot L^\alpha \cdot K^{1-\alpha} \quad (1)$$

Trong đó:

Y là sản lượng sản xuất

A là năng suất các nhân tố tổng hợp hay hiệu suất

L là lao động

K là vốn

$\alpha$  và  $(1 - \alpha)$  là độ co giãn của sản lượng theo vốn và lao động, với  $0 < \alpha < 1$

Lấy Logarit thập phân hai vế, kết quả được:

$$\text{Lg}(Y) = \text{Lg}(A) + \alpha \cdot \text{Lg}(L) + (1 - \alpha) \cdot \text{Lg}(K)$$

hay phương trình được viết lại theo chuỗi thời gian:

$$\text{Lg}(Y_{it}) = \text{Lg}(A_{it}) + \beta_1 \cdot \text{Lg}(L_{it}) + \beta_2 \cdot \text{Lg}(K_{it}) \quad (2)$$

Từ mô hình kinh tế (2), khai triển các nhân tố áp dụng theo điều kiện thực tiễn nghiên cứu như sau:

Tăng trưởng kinh tế (đo lường qua chỉ tiêu GDP bình quân đầu người) được sử dụng thay thế cho sản lượng Y trong mô hình.

Lao động (L) phản ánh tỷ lệ người dân trong độ tuổi lao động.

Quy mô vốn hóa thị trường chứng khoán (MC

- Market capitalization) thường được đo lường về mức độ phát triển thị trường chứng khoán, vì vậy nó được đại diện cho nhân tố vốn (K) trong mô hình.

Ngoài ra, khi mở cửa kinh tế ảnh hưởng đến việc ổn định các yếu tố vĩ mô, chất lượng thể chế, từ đó ảnh hưởng đến yếu tố hiệu suất (hay yếu tố năng suất các nhân tố tổng hợp - A) của mô hình tăng trưởng. Vì vậy, yếu tố hiệu suất (A) sẽ được đo lường qua biến kiểm soát (Z):

- Phản ánh tình trạng nền kinh tế mở sẽ đo lường qua biến độ mở thương mại (TO - Trade Openness).

- Tiến bộ khoa học công nghệ là một phạm vi rộng nên nghiên cứu chỉ xem xét ở mức độ chia sẻ thông tin và kinh nghiệm trong cộng đồng dân chúng. Nghiên cứu sử dụng chỉ tiêu tỷ lệ người lao động sử dụng mạng di động làm đại lượng đại diện yếu tố công nghệ trang bị cho người lao động (tech) thay thế cho cả yếu tố lao động (L) và công nghệ.

- Phản ánh môi trường vĩ mô được sử dụng chỉ tiêu tỷ lệ lạm phát, chất lượng thể chế,...Ngoài ra, trong nhóm các nước đang phát triển có cùng điều kiện kinh tế nhưng mỗi quốc gia có đặc điểm khác biệt về thể chế chính trị. Vì vậy, để giảm bớt sai số đặc thù, trong mô hình bổ sung thêm biến kiểm soát về hiệu quả chính phủ (quản lý khu vực công) và chất lượng luật pháp (quản lý khu vực tư), đồng thời đây cũng là những chỉ tiêu phản ánh về chất lượng thể chế của quốc gia, ảnh hưởng đến yếu tố hiệu suất trong mô hình tăng trưởng.

Để kiểm tra tác động điều tiết của thị trường chứng khoán đến mối quan hệ độ mở thương mại và tăng trưởng kinh tế thì nghiên cứu có bổ sung biến tương tác thị trường chứng khoán và độ mở thương mại.

**Bảng 2: Ma trận tương quan giữa các biến**

	Lg_gdp	Lg_m c	Lg_to	Lg_mc.Lg_to	Inf	Lg_tech	Gov_eff	Regu_qu a
Lg_gdp	1,000							
Lg_mc	0,2501 0,000	1,000						
Lg_to	0,3144 0,000	0,1449 0,000	1,000					
Lg_mc.	0,3282	0,8963	0,5276	1,000				
Lg_to	0,000	0,000	0,000					
Inf	-0,3294 0,000	-0,429 0,000	-0,344 0,000	-0,4935 0,000	1,000			
Lg_tech	0,5510 0,000	0,2283 0,000	0,2641 0,000	0,3173 0,000	-0,185 0,000	1,000		
Gov_eff	0,5866 0,000	0,5293 0,000	0,5247 0,000	0,6422 0,000	-0,510 0,000	0,2985 0,000	1,000	
Regu_qua	0,6778 0,000	0,4452 0,000	0,4501 0,000	0,5385 0,000	-0,487 0,000	0,2559 0,000	0,7925 0,000	1,000

Nguồn: Theo nghiên cứu của tác giả.

Ngoài ra, trong dài hạn, theo lý thuyết hội tụ của Barro & cộng sự (1991), Tondl (2001) thì GDP bình quân đầu người giữa các quốc gia trong dài hạn có hội tụ, nên GDP bình quân đầu người của năm trước có tác động đến GDP bình quân đầu người năm sau.

Vì vậy mô hình kinh tế được vận dụng vào nghiên cứu có dạng:

$$Lg\_gdp_{it} = a_0 + a_1 Lg\_mc_{it} + a_2 Lg\_to_{it} + a_3 Lg\_mc_{it} Lg\_to_{it} + a_4 Lg\_tech + a_5 Lg\_gdp_{i,t-1} + a_i Z_{it} + \mu_i + u_{it} \quad (3)$$

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

Dữ liệu nghiên cứu là bộ dữ liệu bảng của 36 nước đang phát triển có thị trường chứng khoán hoạt động trong 16 năm (2002-2017) được trích xuất từ World Bank (cập nhật ngày 14 tháng 11 năm 2018). Trong bộ dữ liệu có 576 quan sát cho các biến đầy đủ như GDP bình quân đầu người, hiệu quả chính phủ, chất lượng luật pháp. Tuy nhiên, cũng có một số biến không đủ 576 quan sát, như biến về thị trường tài chính, lạm phát. Với các biến không đủ quan sát, quốc gia nào có ít hơn 9 quan sát trong giai đoạn nghiên cứu 16 năm thì không được chọn. Trong đó, các biến độc lập và biến phụ thuộc lấy logarit thập phân, thành phần biến kiểm soát gồm có tỷ lệ lạm phát đo lường qua chỉ số giá tiêu dùng (CPI), hiệu quả chính phủ và chất lượng luật pháp lấy từ bộ chỉ số quản trị của World Bank.

Nghiên cứu sử dụng phần mềm STATA 14 để tiến hành phân tích tương quan giữa các biến, xây dựng mô hình hồi quy và kiểm định mô hình. Theo Barro (2013), biến lạm phát là biến nội sinh trong mô hình tăng trưởng vì chúng phản ứng với tăng trưởng và các biến khác có liên quan đến tăng trưởng. Nghiên cứu này thừa kế kết quả nghiên cứu của Barro (2013) với giả định lạm phát là biến nội sinh của mô hình. Đồng thời, theo mô hình (3) có biến trễ của biến phụ thuộc nên nghi ngờ có hiện tượng nội sinh trong mô hình. Ngoài ra, mẫu dữ liệu có khoảng thời gian nghiên cứu (T=16) ngắn hơn số quan sát (N=36) nên phù hợp với việc sử dụng mô hình ước lượng S-GMM (Blundell & Bond, 1998) trên mô hình bảng động. So với các mô hình hồi quy trên bảng tĩnh như phương pháp bình phương bé nhất (OLS), tác động cố định (FEM), tác động ngẫu nhiên (REM) thì phương pháp ước lượng mô men (GMM) xử lý được hiện tượng nội sinh, phương sai thay đổi và tự tương quan.

Phương pháp GMM được xem là phù hợp khi thỏa mãn 2 điều kiện:

(1) Tồn tại các hạn chế về giới hạn quá mức, tức xác định tính phù hợp của biến công cụ, kiểm định sự không tồn tại mối tương quan giữa biến công cụ và sai số;

(2) Không tồn tại hiện tượng tự tương quan bậc hai – AR(2) trong sai phân bậc nhất – AR(1).

Để kiểm định tính phù hợp của mô hình GMM, nghiên cứu sử dụng kiểm định Sargan hoặc Hansen (1982) về giới hạn xác định quá mức và kiểm định Arellano – Bond về hiện tượng tự tương quan.

#### 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

##### 4.1. Thống kê mô tả và ma trận tương quan

Kết quả thống kê mô tả được thể hiện trong Bảng 1 cho biết số quan sát (Obs), giá trị trung bình (Mean), độ lệch chuẩn (Std.Dev), giá trị lớn nhất (Max), giá trị nhỏ nhất (Min). Trong đó, biến phát triển thị trường chứng khoán, biến độ mở thương mại, biến lạm phát bị thiếu một số quan sát. Tuy nhiên, dữ liệu bảng cũng được phần mềm Stata xem là bảng cân bằng.

Hệ số tương quan giữa các biến được mô tả trong Bảng 2. Kết quả cho thấy biến *Hiệu quả chính phủ* (Gov\_eff) và biến *Chất lượng luật pháp* (Regu\_qua) là có tương quan cao (0,7925). Ngoài ra, cặp biến này cũng có hệ số tương quan khá cao với một số biến giải thích còn lại. Điều này cho thấy hiệu quả chính phủ và chất lượng luật pháp là có liên quan đến hầu hết các nguồn lực phát triển kinh tế. Vì vậy, trong mô hình nghiên cứu có hiện tượng tương quan ở một số biến độc lập.

##### 4.2. Kết quả hồi quy của mô hình

Mô hình nghiên cứu (3) nghi ngờ có hiện tượng nội sinh trong mô hình, kiểm tra tự tương quan cũng cho thấy có hiện tượng tương quan. Nghiên cứu sử dụng biến lạm phát làm biến nội sinh theo

Barro (2013), thực hiện ước lượng theo phương pháp S-GMM sai phân hai bước để xử lý triệt để hiện tượng nội sinh và tự tương quan, kết quả hồi quy trong Bảng 3.

Theo kết quả ước lượng, các hệ số hồi quy đều thỏa mãn, có giá trị p\_value < 0,05, cho thấy các biến của mô hình đều có ý nghĩa thống kê. Kiểm định tự tương quan bậc cao AR(2) cũng thỏa mãn (Prob = 0,795 > 0,05), tức mô hình ước lượng không có tự tương quan; các giá trị kiểm định Hansen (1982) cho biến công cụ cũng cho kết quả chấp nhận giả thuyết  $H_0$  (Prob. > 0,05), tức biến công cụ được sử dụng là hợp lý. Trong đó, phát triển thị trường chứng khoán (Lg\_mc), độ mở thương mại (Lg\_to), có tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế, phù hợp với giả thuyết  $H_1$ , tương đồng với kết quả nghiên cứu của Deb & Mukherjee (2008), Cooray (2010) về thị trường chứng khoán, nghiên cứu của Krueger & Berg (2003), Kim & Lin (2009) về tác động của độ mở thương mại. Trong giai đoạn 2002-2017, lạm phát tại các nước đang phát triển có tác động không rõ ràng (-0,001369 % là quá thấp) đến tăng trưởng kinh tế.

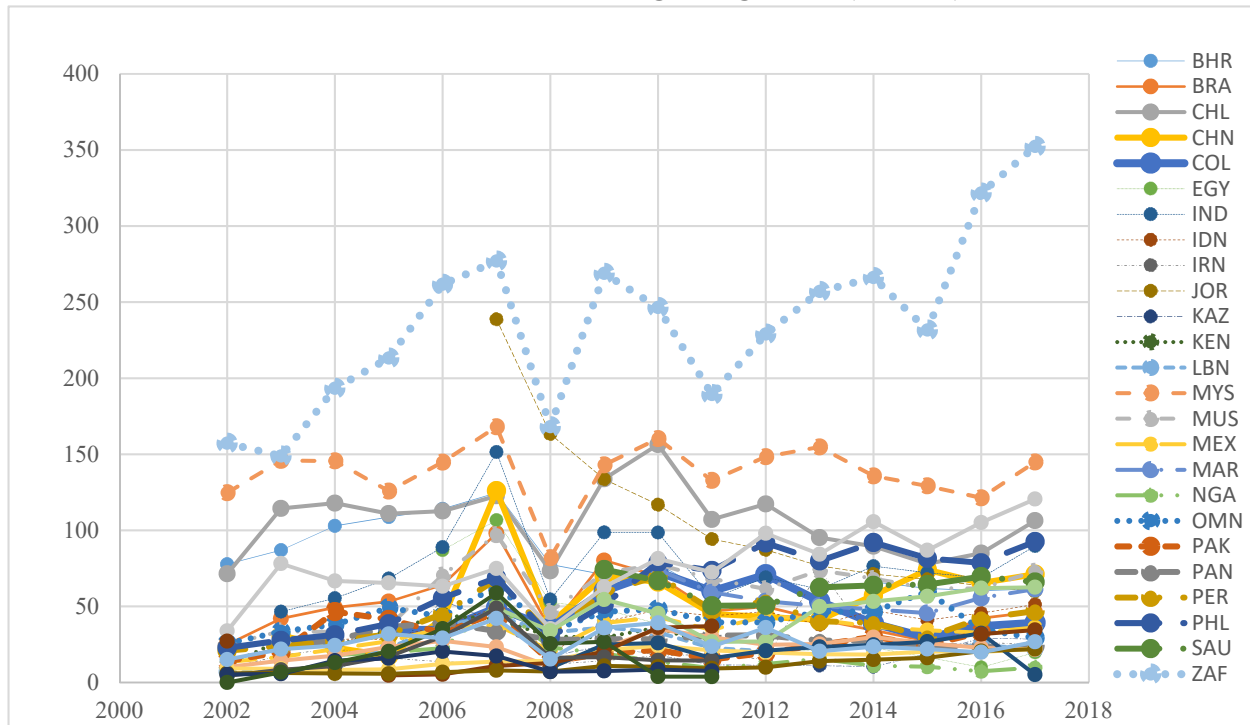
Tương tác giữa độ mở thương mại và phát triển thị trường chứng khoán có ý nghĩa thống kê, chứng tỏ có tồn tại tác động điều tiết của thị trường chứng khoán đến tăng trưởng kinh tế tại các nước đang phát triển, phù hợp với giả thuyết  $H_2$ . Biến tương tác có tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế trong khi từng nhân tố có tác động tích cực đến

**Bảng 3: Kết quả hồi quy của mô hình**

Lg_gdp	Coef.	Std. Err	z	p>	z	[95% conf. Interval]
Lg_mc	3,027893	0,2335677	12,96	0,000		2,570109 3,485678
Lg_to	2,779017	0,2408554	11,54	0,000		2,306949 3,251085
Lg_mc.Lg_to	-1,707377	0,1297271	-13,16	0,000		-1,961637 -1,453116
Inf	-0,001369	0,0004226	-3,24	0,001		-0,0021972 -0,0005406
Lg_tech	0,3780657	0,0193982	19,49	0,000		0,3400459 0,4160855
Gov_eff	0,280657	0,0176859	15,86	0,000		0,2458396 0,3151673
Regu_qua	0,1485307	0,0382113	3,89	0,000		0,073638 0,2234235
Const	-2,019537	0,4374815	-4,62	0,000		-2,876985 -1,162089
Biến công cụ		34				Hansen Test về tính phù hợp biến công cụ 0,222
Số quốc gia/Quan sát		36/483				Hansen Test về biến ngoại sinh làm biến công cụ 0,100
Kiểm định Arellano – Bond AR(2)		0,795				Hansen Test về sự không tồn tại mối tương quan giữa biến công cụ và sai số 0,279

Nguồn: Nghiên cứu của tác giả.

**Hình 2: Phát triển thị trường chứng khoán (%/GDP)**



*Nguồn: Dữ liệu nghiên cứu của tác giả.*

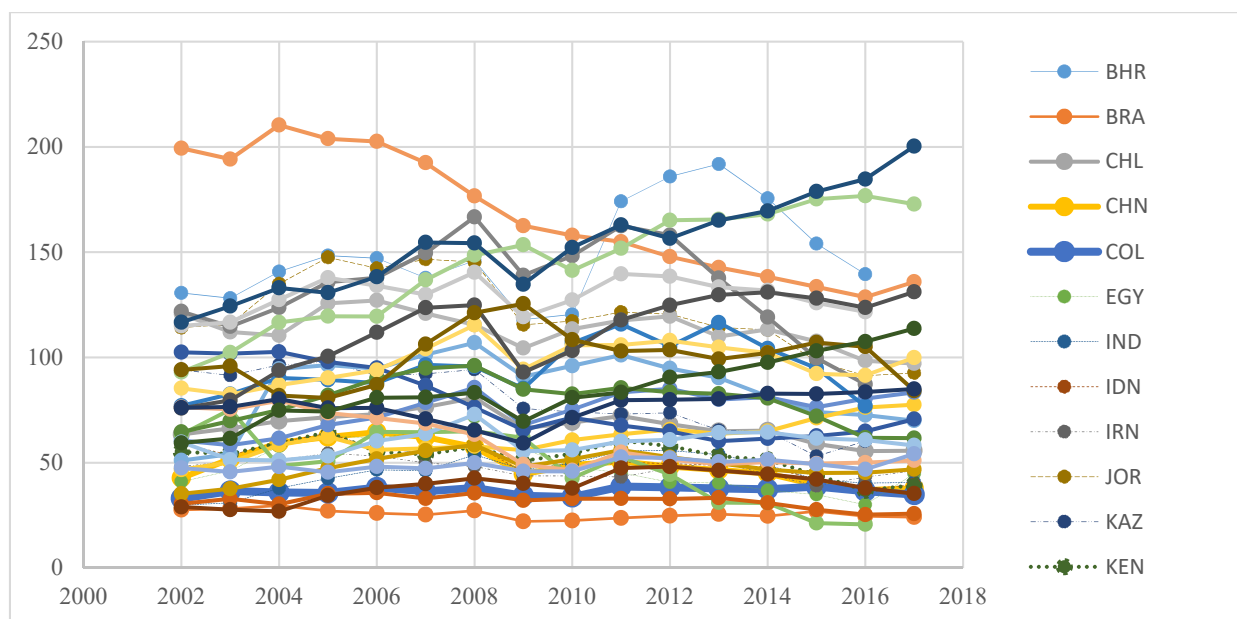
tăng trưởng kinh tế. Điều này cho thấy thị trường chứng khoán tại các quốc gia đang phát triển chưa hoạt động hiệu quả, chúng đã điều tiết đến tác động tăng trưởng kinh tế qua mối quan hệ với thương mại, làm hạn chế tăng trưởng. Bắt đầu từ sự khủng hoảng của thị trường tài chính do phát triển quá mức của thị trường tín dụng kéo theo bùng nổ thị trường bất động sản (Virtanen & cộng sự, 2018). Lý giải hiệu ứng tiêu cực này là sự phát triển quá mức của thị trường tín dụng trong giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 dẫn đến thị trường chứng khoán bị giảm sâu theo Hình 2. Các doanh nghiệp đã đầu tư ồ ạt trong giai đoạn này, chủ yếu là thị trường bất động sản, gây nên tình trạng bong bóng bất động sản nhưng sau đó khó tìm được thị trường tiêu thụ sản phẩm do lượng cung quá mức. Từ thị trường bất động sản lan tỏa sang các thị trường hàng hóa khác làm cho khối lượng hàng hóa xuất nhập khẩu giảm theo Hình 3. Theo Veld & cộng sự (2011), sự bùng nổ của thị trường chứng khoán và bong bóng nhà ở là nguyên nhân quan trọng gây nên sự suy thoái kinh tế Mỹ trong năm 2008-2009. Kết quả tác động kép của thị trường chứng khoán và độ mở thương mại làm cản trở sự phát triển kinh tế do kênh thương mại đã truyền dẫn khủng hoảng kinh tế từ các nền kinh

tế tiên tiến sang các nước đang phát triển (Cömert & Ugurlu, 2015).

Theo Hình 3, tình hình thương mại tại các nước phát triển có dấu hiệu hồi phục từ cuối năm 2012, kéo theo sự khởi sắc của thị trường chứng khoán ở một số quốc gia. Tuy nhiên, nhìn chung thì mức độ phát triển của thị trường chứng khoán là chậm chạp tại các nước đang phát triển. Xu hướng giao dịch thương mại có mức độ chậm lại và giảm xuống trong năm 2016 khi tiến trình đàm phán gia nhập Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP) của một số quốc gia đang phát triển gặp trở ngại do Mỹ thay đổi Tổng thống mới không ủng hộ TPP. Ngoài ra, vấn đề ô nhiễm môi trường diễn ra trầm trọng tại một số quốc gia cũng là nguyên nhân. Thảm họa môi trường biển của Fomosa tại Việt Nam, cháy rừng ở Indonexia gây khói mù cho khu vực Đông Nam Á, rác thải nhựa trên biển của Indonexia gây ô nhiễm môi trường biển cả khu vực, ô nhiễm không khí tại Trung Quốc,... là những nguyên nhân trực tiếp góp phần làm giảm giá trị hàng hóa xuất nhập khẩu cũng như việc sản xuất kinh doanh trong nước giảm sút làm sụt giảm thị trường chứng khoán. Hiệu ứng kép từ sự sụt giảm thương mại và thị trường chứng khoán làm tăng trưởng kinh tế tại các quốc



**Hình 3: Độ mở thương mại (%GDP)**



Nguồn: Dữ liệu nghiên cứu của tác giả.

gia này trở nên khó khăn hơn.

Kết quả ước lượng của Bảng 3 cho thấy hiệu quả chính phủ (Gov\_eff) và chất lượng luật pháp (Regu\_qua) có tác động thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Điều này cho thấy tại các quốc gia đang phát triển, hiệu quả chính phủ và chất lượng luật pháp đã từng bước được cải thiện tốt hơn, tạo môi trường đầu tư tốt hơn, qua đó kích thích tăng trưởng kinh tế.

### 5. Kết luận và hàm ý rút ra từ nghiên cứu

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm cho thấy độ mở thương mại và phát triển thị trường chứng khoán có tác động thúc đẩy tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia đang phát triển có thị trường chứng khoán, nhưng tương tác của chúng thì có tác động cản trở tăng trưởng. Điều này cho thấy việc mở cửa kinh tế góp phần mở rộng thị trường tiêu thụ sản phẩm cho nền sản xuất trong nước, thu hút vốn đầu tư, kích thích sự tăng trưởng của thị trường chứng khoán trong nước, từ đó góp phần tăng trưởng kinh tế của các quốc gia đang phát triển. Tuy nhiên, mở cửa kinh tế cũng làm gia tăng nguy cơ khủng hoảng kinh tế do kênh thương mại đã truyền dẫn từ các nền kinh tế tiên tiến sang các nước đang phát triển (Cömert & Ugurlu, 2015). Hiệu ứng tiêu cực của tương tác đồng thời giữa độ mở thương mại và phát triển thị trường chứng khoán đến tăng trưởng kinh tế cho thấy tác động điều tiết của thị trường chứng khoán

đến tăng trưởng kinh tế qua hoạt động thương mại. Trong giai đoạn 2002-2017, thị trường chứng khoán của các quốc gia đang phát triển chưa hoạt động hiệu quả, nguồn vốn không đáp ứng tốt cho nhu cầu đầu tư, do đó các doanh nghiệp phải phụ thuộc nhiều vào thị trường tín dụng, làm cho thị trường tín dụng phát triển quá mức, dẫn đến tình trạng bong bóng chứng khoán và bong bóng bất động sản mà các quốc gia này không kiểm soát được.

Tại các quốc gia đang phát triển, hiệu quả chính phủ và chất lượng luật pháp đang từng bước được nâng cao để đảm bảo cho việc hội nhập quốc tế, vì vậy chúng có tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế. Đồng thời, việc mở cửa kinh tế làm cho các quốc gia này khó khăn hơn trong vấn đề kiểm soát và ngăn ngừa những tác động tiêu cực lan truyền từ các quốc gia khác. Vì vậy, khi mở cửa kinh tế, giá trị giao dịch thương mại gia tăng, thị trường vốn trong nước được kích thích tăng theo, nhưng đồng thời cũng gia tăng những hiệu ứng tiêu cực từ sự phát triển quá mức của các thị trường này. Tình trạng ô nhiễm môi trường tại các nước đang phát triển, tình trạng mất kiểm soát về chất lượng sản phẩm, tình trạng bong bóng chứng khoán, bong bóng bất động sản,...là những hệ lụy kéo theo do áp lực của việc mở cửa thương mại và thu hút vốn đầu tư.

Qua tác động điều tiết của thị trường chứng khoán

đến mối quan hệ giữa độ mở thương mại và tăng trưởng kinh tế được khám phá trong nghiên cứu, chúng ta thấy được vai trò quan trọng của việc điều hành và quản lý hoạt động thị trường chứng khoán tại các quốc gia đang phát triển. Để phát huy những tác động tích cực của độ mở thương mại, phát triển thị trường chứng khoán đến tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia đang phát triển thì các nhà quản lý cần có sự thận trọng và chặt chẽ trong việc điều hành

và quản lý hoạt động thị trường chứng khoán, ban hành và thực thi các chính sách liên quan đến phát triển thị trường chứng khoán và mở cửa thương mại. Cần xây dựng những khuôn khổ pháp lý chặt chẽ để tạo sự minh bạch hơn cho thị trường, giúp nâng cao năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp, thu hút đầu tư, nâng cao nhận thức người dân thông qua chương trình phát triển bền vững nhằm hạn chế những tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế.

### Tài liệu tham khảo:

- Agénor, P.R. (2004), 'Does globalization hurt the poor?', *International Economics and Economic Policy*, 1(1), 21-51.
- Andriamananjara, S. & Nash, J. (1997), 'Have trade policy reforms led to greater openness in developing economies?', *World Bank Working Paper Series No. 1730*, World Bank.
- Barro, R.J. (2013), 'Inflation and economic growth', *Annals of Economics and Finance*, 14(1), 85-109.
- Barro, R.J., Sala-I-Martin, X., Blanchard, O.J. & Hall, R.E. (1991), 'Convergence across states and regions', *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 107-182.
- Blundell, R. & Bond, S. (1998), 'Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models', *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.
- Chandran, V.G.R. & Munusamy (2009), 'Trade openness and manufacturing growth in Malaysia', *Journal of Policy Modeling*, 31(5), 637-647.
- Cobb, C.W. & Douglas, P.H. (1928), 'A theory of production', *American Economic Review*, 18, 139-165.
- Cömert, H. & Uğurlu, E.N. (2015), 'The Impacts of the 2008 Global financial crisis on developing countries: The case of the 15 most affected countries', *ERC Working Papers in Economics 15/09*, Economic Research Center.
- Cooray, A. (2010), 'Do stock markets lead to economic growth?', *Journal of Policy Modeling*, 32(4), 448-460.
- Deb, S.G. & Mukherjee, J. (2008), 'Does stock market development cause economic growth? A time series analysis for Indian economy', *International Research Journal of Finance and Economics*, 21(3), 142-149.
- Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (1998), 'Law, finance, and firm growth', *Journal of Finance*, 53(6), 2107-2139.
- Dicle, M.F., Beyhan, A. & Yao, L.J. (2010), 'Market efficiency and international diversification: Evidence from India', *International Review of Economics & Finance*, 19(2), 313-339.
- Filer, R.K., Hanousek, J. & Campos, N.F. (1999), 'Do stock markets promote economic growth?', *Working Paper No. 267*, William Davidson Institute, University of Michigan.
- Fufa, J. & Kim, J. (2018), 'Stock markets, banks, and economic growth: Evidence from more homogeneous panels', *Research in International Business and Finance*, 44(2018), 504-517.
- Greenwood, J. & Smith, B. (1997), 'Financial markets in development and the development of financial markets', *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21, 145-182.
- Grossman, G.M. & Elhanan, H. (1991), *Innovation and Growth in the Global Economy*, Cambridge: MIT Press.
- Hansen, L.P. (1982), 'Large sample properties of generalized method of moments estimators', *Econometrica*, 50(4), 1029-1054.
- Harris, R. (1997), 'Stock markets and development: A re-assessment', *European Economic Review*, 41, 139-146.
- Herzer, D. (2013), 'Cross-country heterogeneity and the trade-income relationship', *World Development*, 44, 194-211.
- Kim, D.H. & Lin, S.C. (2009), 'Trade and growth at different stages of economic development', *The Journal of Development Studies*, 45(8), 1211-1224.

- Krueger, A. & Berg, A. (2003), 'Trade, growth, and poverty: A selective survey', *IMF Working Paper WP/03/30*, International Monetary Fund, Washington.
- Krugman, P.R. (1994), 'The myth of Asia's miracle', *Foreign Affairs*, 73(6), 62-78.
- Levine, R. & Zervos, S. (1998), 'Stock markets, banks, and economic growth', *American Economic Review*, 88(3), 536-558.
- Liang, Z. (2006), 'Threshold estimation on the globalization poverty nexus: Evidence from China', *Research Paper No. 2006/57*, UNU-WIDER United Nations University.
- Lucas, R.E. (1988), 'On the mechanics of economic development', *Journal of Monetary Economics*, 22, 3-42.
- Musila, J.W. & Yiheyis, Z. (2015), 'The impact of trade openness on growth: The case of Kenya', *Journal of Policy Modeling*, 37(2), 342-354.
- Newfarmer, R. & Sztajerowska, M. (2012), 'Trade and employment in fast-changing world', In *Policy Priorities for International Trade and Jobs*, Lippoldt, Douglas (Ed.), OECD, Paris, 7-73.
- Ngare, E., Nyamongo, E.M. & Misati, R.M. (2014), 'Stock market development and economic growth in Africa', *Journal of Economics and Business*, 74, 24-39.
- Ricardo, D. (1817), *On the Principles of Political Economy and Taxation*, London: John Murray.
- Rodriguez, E. & Rodrik, D. (1999), 'Trade policy and economic growth: Askeptic's guide to the cross – national literature', *NBER Working Paper 7081*, National Bureau of Economic Research.
- Seetanal, B., Subadar, U., Sannasee, R.V., Lamport, M. & Ajageer, V. (2012), 'Stock market development and economic growth: Evidence from least developed countries', *Working Paper No. 05*, Competence Centre on Money, Trade, Finance and Development.
- Tondl, G. (2001), *Convergence after divergence? Regional growth in Europe*, Wien, New York: Springer.
- Trejos, S. & Barboza, B. (2015), 'Dynamic estimation of the relationship between trade openness and output growth in Asia', *Journal of Asian Economics*, 36, 110-125.
- Ulaşan, B. (2015), 'Trade openness and economic growth: panel evidence', *Applied Economics Letters*, 22(2), 163-167.
- Vehapi, M.F., Sadiku, L. & Mihail, P. (2015), 'Empirical analysis of the effects of trade openness on economic growth: An evidence for South East European countries', *Procedia Economics and Finance*, 19, 17-26.
- Veld, J., Raciborski, R., Ratto, M. & Roeger, W. (2011), 'The recent boom-bust cycle: The relative contribution of capital flows, credit supply and asset bubbles', *European Economic Review*, 55(3), 386-406.
- Virtanen, T., Tölö, E., Virén, M & Taipalus, K. (2018), 'Can bubble theory foresee banking crises?', *Journal of Financial Stability*, 36, 66-81.