

# TÁC ĐỘNG CỦA PHÁT TRIỂN TÀI CHÍNH VÀ KINH TẾ NGẦM ĐẾN TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ Ở VIỆT NAM

Bùi Hoàng Ngọc

Khoa Sau Đại học, Trường Đại học Mở, TP.Hồ Chí Minh

Email: ngocbh.16ae@ou.edu.vn

Ngày nhận: 24/11/2019

Ngày nhận bản sửa: 20/02/2020

Ngày duyệt đăng: 05/5/2020

## Tóm tắt

Nghiên cứu này nhằm mục đích kiểm định tác động của phát triển tài chính và quy mô khu vực kinh tế ngầm đến tốc độ tăng trưởng kinh tế của Việt Nam giai đoạn 1991-2015. Nghiên cứu sử dụng phương pháp tự hồi quy phân phối trễ (ARDL) của Pesaran & cộng sự (2001). Kết quả kiểm định đường bao cho thấy giữa các biến có tồn tại hiện tượng đồng liên kết trong dài hạn. Nghiên cứu tìm được bằng chứng thống kê để kết luận phát triển tài chính có tác động thúc đẩy tốc độ tăng trưởng kinh tế, còn quy mô khu vực kinh tế ngầm có tác động lấn át đến khu vực kinh tế chính thức. Nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm để các cơ quan quản lý cân nhắc khi lựa chọn chính sách tiền tệ và quản lý khu vực kinh tế ngầm nhằm thúc đẩy phát triển kinh tế trong tương lai.

**Từ khóa:** Tăng trưởng kinh tế, phát triển tài chính, kinh tế ngầm, Việt Nam.

**Mã JEL:** B26, C01, O16, O23, O42.

## The effects of financial development and shadow economy on economic growth in Vietnam

### Abstract:

The aim of this study is to investigate the effects of financial development and the scale of shadow economic sector on economic growth in Vietnam over the period 1991-2015. By using Autoregressive Distributed Lag Model (ARDL) proposed by Pesaran et al. (2001), the results of Bounds test validate the existence of cointegration among the included variables. The study finds evidence to conclude that there is a positive impact of financial development on economic growth. The informal economic sector scale has an overwhelming impact on the official economic area. The empirical results open new insights for policy makers to consider when choosing a monetary policy and managing shadow economic areas in the long run.

**Keywords:** Economic growth, financial development, shadow economy, Vietnam.

**JEL Code:** B26, C01, O16, O23, O42.

## 1. Giới thiệu

Mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế thu hút được sự quan tâm đặc biệt của các nhà quản lý và nhà nghiên cứu. Sự hấp dẫn của việc nhận dạng và phân tích chính xác mối quan hệ này nằm ở chỗ phải xác định cho đúng tốc độ của phát triển tài chính tương ứng với tốc độ tăng trưởng kinh tế. Bởi vì, áp lực tăng trưởng luôn hối thúc Chính phủ phải thực thi chính sách tiền tệ mở

rộng để tăng nhanh quy mô cho nền kinh tế. Tuy nhiên, phát triển tài chính quá nóng trong một thời gian dài cũng tạo ra những bất ổn vĩ mô, biểu hiện dễ nhận biết nhất là tình trạng lạm phát. Ngược với phát triển tài chính là áp chế tài chính, theo McKinnon (1973), Shaw (1973) thì áp chế tài chính sẽ làm cho hệ thống tài chính bị “nóng”, dẫn đến hạn chế tăng trưởng. Đặc điểm nhận biết của việc áp chế tài chính trong thực tế là sự kiểm soát chặt chẽ của Chính phủ về lãi suất. Theo Nguyễn Trọng Hoài & Đào Quang

Thanh (2009) khi lãi suất hầu như không biến động thì các khoản tích lũy của tư nhân có xu hướng đầu tư nhiều vào các tài sản phi tài chính như vàng, bất động sản... do suất sinh lời từ hệ thống tài chính chính thức thấp, thậm chí là âm. Sự di chuyển vốn bị kiểm soát và tỉ giá hối đoái bị nâng giá quá mức sẽ không hỗ trợ cho xuất khẩu, các tổ chức tài chính thường kém phát triển, các thị trường giao dịch về vốn ngắn hạn và vốn dài hạn khó hình thành và phát triển được.

Về cơ sở lý thuyết, Tobin (1965) ủng hộ quan điểm áp chế tài chính khi cho rằng cung tiền mở rộng gây ra tác động xấu đến tăng trưởng kinh tế. Trong khi lý thuyết ủng hộ cho tự do hóa tài chính của McKinnon (1973), Shaw (1973) lại đưa ra quan điểm ngược lại, theo đó họ cho rằng phát triển tài chính sẽ đóng góp đáng kể vào tăng trưởng kinh tế. Về thực nghiệm, Levine & Zevros (1996) sử dụng dữ liệu của 41 quốc gia trong giai đoạn 1973-1996 tìm thấy bằng chứng thống kê để kết luận phát triển tài chính là yếu tố quyết định đối với tăng trưởng kinh tế, giúp tích lũy tư bản và gia tăng hiệu quả sản xuất của quốc gia. Tuy nhiên cuộc khủng hoảng kinh tế tài chính toàn cầu năm 2008 cung cấp thêm động lực cho những nghiên cứu thuộc trường phái không ủng hộ. Edwards (2001), Okada (2013) cho rằng phát triển tài chính “quá nóng” và kéo dài sẽ đẩy các nền kinh tế mới nổi rơi vào tình trạng suy thoái, lợi ích thu được thì ít trong khi hệ lụy tiêu cực rất khó kiểm soát. Các thị trường mới nổi có chất lượng thể chế tài chính lạc hậu hơn nên rất dễ bị tác động bởi sự biến động của thị trường tài chính toàn cầu, đặc biệt nghiêm trọng đối với các quốc gia có tài khoản vốn mở.

Theo số liệu của Quỹ tiền tệ thế giới từ năm 1991 đến nay, khu vực kinh tế ngầm (*shadow economy*) ra đời, phát triển và tồn tại song hành với khu vực kinh tế chính thức ở tất cả các nước trên thế giới. Lý giải cho sự tồn tại của kinh tế ngầm, nhiều nhà kinh tế thống nhất rằng môi trường thể chế giữ vai trò quan trọng. Sự khác biệt về môi trường thể chế là nguyên nhân căn bản dẫn đến khác biệt về tăng trưởng kinh tế, lâu dài hình thành nên các quốc gia phát triển, đang phát triển và kém phát triển (Acemoglu & Robinson, 2008). So với các nước phát triển, chất lượng thể chế ở các nước đang phát triển còn nhiều khiếm khuyết và hạn chế, đây là một trong những nguyên nhân dẫn đến khu vực kinh tế ngầm ở các nước đang phát triển luôn tồn tại. Kinh tế ngầm phát triển, liệu có kìm hãm kinh tế chính thức? Theo Alm & Embaye (2013) sự gia tăng quy mô của khu vực

kinh tế ngầm sẽ bóp méo việc phân bổ nguồn lực, làm thay đổi phân phối thu nhập và giảm nguồn thu thuế cho Chính phủ.

Tác động của khu vực kinh tế ngầm đến khu vực kinh tế chính thức là chủ đề thu hút được nhiều nhà nghiên cứu trên thế giới (Kwok & Tadesse, 2006; Dreher & Schneider, 2010; Razmi & cộng sự, 2013), nhưng theo tìm hiểu của tác giả thì số lượng các nghiên cứu cho kinh tế Việt Nam còn rất ít. Nhận diện, đo lường và đánh giá đúng tác động của khu vực kinh tế ngầm đến khu vực kinh tế chính thức mới có cơ sở khoa học để đề xuất các chính sách quản lý và hạn chế khu vực kinh tế ngầm.

## **2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu trước**

### **2.1. Mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế**

Vai trò quan trọng của phát triển tài chính và hệ thống tài chính đối với tăng trưởng kinh tế đã được khẳng định trong nhiều lý thuyết kinh tế và kết quả nghiên cứu thực nghiệm, nhưng trước tiên phải làm rõ khái niệm phát triển tài chính. Đến nay, phát triển tài chính vẫn là khái niệm có nội hàm rộng và được các nhà nghiên cứu trong và ngoài nước đo lường theo nhiều chiều cạnh khác nhau. Theo Diễn đàn kinh tế thế giới thì “*Phát triển tài chính là các yếu tố, chính sách và thể chế nhằm tạo ra các thị trường và trung gian tài chính hiệu quả cũng như khả năng tiếp cận vốn và các dịch vụ tài chính sâu rộng*”. Bày trụ cột chính của phát triển tài chính được diễn đàn kinh tế thế giới giải thích gồm: (1) Môi trường thể chế; (2) Môi trường kinh doanh; (3) Sự ổn định tài chính; (4) Các dịch vụ tài chính ngân hàng; (5) Các dịch vụ tài chính phi ngân hàng; (6) Các thị trường tài chính; (7) Tiếp cận tài chính.

Schumpeter (1912) đã nhấn mạnh rằng những dịch vụ tài chính mà các ngân hàng thương mại cung cấp sẽ giữ vai trò quyết định trong việc huy động và phân bổ vốn vào các lĩnh vực/ngành nghề trong nền kinh tế. Tỉ suất lợi nhuận trên vốn sẽ “dẫn đường” để vốn chạy vào các ngành sinh lợi cao, từ đó cải thiện trực tiếp năng suất lao động và gián tiếp làm thay đổi tốc độ tăng trưởng kinh tế. Ở chiều ngược lại, Robinson (1952) cho rằng khi tăng trưởng kinh tế tốt lên thì nhu cầu về các dịch vụ tài chính như tiết kiệm, tư vấn đầu tư, cho thuê tài chính... sẽ rất phát triển, điều này buộc các trung gian tài chính như ngân hàng thương mại, quỹ đầu tư phải đổi mới để giành thị phần, gián tiếp thúc đẩy sự hình thành và phát triển các thị trường tài chính mới.

Goldsmith (1969), McKinnon (1973) và Shaw

(1973) là những người ủng hộ cho tự do tài chính. Họ cho rằng nếu Chính phủ cứng nhắc trong việc kiểm soát quá chặt lãi suất sẽ gây bất lợi cho nền kinh tế bởi lâu dài nó sẽ làm cho suất sinh lời của hệ thống tài chính chính thức thấp xuống, các tích lũy tài sản phi tài chính như vàng hay bất động sản tăng lên, khuyến khích sự hình thành các thị trường tài chính ngầm (*black market*). Greenwood & Jovanovic (1990) giải thích cho tác động tích cực thông qua các cơ hội đầu tư tài chính và mức độ cung cấp thông tin trên thị trường tài chính như sau: Mỗi cá nhân/doanh nghiệp trong nền kinh tế đều có thể lựa chọn đầu tư vào các dự án kinh doanh có rủi ro thấp và suất sinh lời thấp, hoặc rủi ro cao nhưng gắn liền với suất sinh lời lớn. Một thị trường tài chính phát triển sẽ phải thực hiện tốt được chức năng phân bổ nguồn vốn như Schumpeter (1912) đã trình bày, tức là nó phải ưu tiên phân bổ nguồn vốn vào lĩnh vực/ngành nghề có năng suất lao động cao nhất, điều này giúp thị trường tự thiết lập được một danh mục đầu tư có thể trung hòa được các rủi ro và tạo ra lợi nhuận cao hơn. Greenwood & Jovanovic (1990) cho rằng chỉ cần các cá nhân/doanh nghiệp đầu tư theo danh mục này thì tốc độ tăng trưởng kinh tế sẽ được nâng lên.

Tuy nhiên sự tranh luận về một vấn đề kinh tế là khó tránh khỏi, không phải nhà quản lý và nhà nghiên cứu nào cũng ủng hộ cho phát triển tài chính. Robinson (1952), Kuznets (1955), Demetriades & Hussein (1996), Rousseau & Vuthipadadorn (2005) tìm thấy tác động tiêu cực của phát triển tài chính đến tăng trưởng kinh tế. Lucas (1990) khi nghiên cứu dòng dịch chuyển tài chính giữa Mỹ và Ấn Độ đã phát hiện ra một nghịch lý (sau này được gọi tên là nghịch lý Lucas). Theo lý thuyết thì dòng vốn phải dịch chuyển từ nước thừa vốn sang nước thiếu vốn (tức là phải dịch chuyển từ Mỹ sang Ấn Độ), tuy nhiên thực tế đã diễn ra theo chiều ngược lại, tức là dòng vốn lại chảy từ Ấn Độ vào Mỹ. Lý giải nghịch lý này, Lucas cho rằng vốn không chảy đến quốc gia nghèo do tại đó vốn nhân lực thấp, thị trường không hoàn hảo, tồn tại rủi ro xuất phát từ các quốc gia nghèo không tuân thủ các nghĩa vụ của mình và có thể cắt đứt mối quan hệ với các nhà đầu tư. Phát triển tài chính sẽ dẫn đến hội nhập tài chính, theo Lucas điều này không có lợi cho những quốc gia có chất lượng thể chế và chính sách quản lý tài chính còn non yếu.

Nghiên cứu về sự phát triển tài chính cho Việt Nam trong giai đoạn từ 2000-2013, Chu Minh Hội (2015) cho rằng hệ thống tài chính Việt Nam hiện

vẫn dựa vào các ngân hàng thương mại và phát triển chưa đồng đều. Thị trường chứng khoán cho thấy sự biến động mạnh do hoạt động đầu cơ, thị trường trái phiếu doanh nghiệp còn rất kém phát triển, chưa có sự liên thông giữa các thị trường tài chính trong toàn bộ hệ thống tài chính quốc gia. Ở một góc nhìn khác, Lê Quốc Hội & Chu Minh Hội (2015) xây dựng hệ số đại diện cho mức độ phát triển tài chính theo cấp tính ở Việt Nam giai đoạn 2002-2012, ứng dụng phương pháp ước lượng momen tổng quát cho kết luận thị trường tài chính của Việt Nam phát triển sẽ làm gia tăng bất bình đẳng trong thu nhập.

## 2.2. Mối quan hệ giữa kinh tế ngầm và kinh tế chính thức

Hoạt động kinh tế ngầm tồn tại dưới nhiều hình thức khác nhau, nên tùy thuộc vào đặc điểm của mỗi quốc gia, đặc biệt là phụ thuộc vào thể chế và chất lượng thể chế mà tên gọi và cách phân loại của các hoạt động này không đồng nhất giữa các quốc gia trên thế giới. Thuật ngữ “khu vực kinh tế ngầm” (*shadow economy*) còn được gọi với nhiều tên gọi thay thế khác như kinh tế phi chính thức (*informal economy*), kinh tế không khai báo (*undeclared economy*), kinh tế bất hợp pháp (*irregular economy*), kinh tế bóng/ẩn (*hidden economy*). Hiện tại, mặc dù nhiều nhà nghiên cứu và cơ quan quản lý đã đưa ra một số định nghĩa, tuy nhiên chưa có định nghĩa nào được thống nhất áp dụng cho tất cả các quốc gia, nên cách đo lường và phân loại kinh tế ngầm chỉ mang tính chất tương đối, và chỉ có giá trị trong phạm vi của từng quốc gia.

Theo Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (Organization for Economic Cooperation and Development - OECD, 2002), hoạt động kinh tế ngầm bao gồm tất cả các hoạt động về nguyên tắc được tính vào tổng sản phẩm nội địa (GDP) nhưng thực tế lại không được tính do không được khai báo hoặc cố tình giấu giếm. Để thống nhất, trong nghiên cứu này tác giả sử dụng định nghĩa kinh tế ngầm theo nghĩa là khu vực kinh tế không quan sát được (*unobserved economy*) do Quỹ tiền tệ Thế giới (IMF) đưa ra và khuyến khích sử dụng, theo đó “*Kinh tế không quan sát được bao gồm tất cả các hoạt động kinh tế bị pháp luật của quốc gia đó coi là phi pháp; các hoạt động kinh tế hợp pháp nhưng không được báo cáo, hoặc được che giấu khỏi sự quản lý của các cơ quan quản lý Nhà nước nhằm: (i) trốn tránh các nghĩa vụ thuế; (ii) trốn tránh các khoản đóng góp an sinh xã hội, tránh các quy định của pháp luật lao động như lương tối thiểu, giờ làm tối đa, tiêu chuẩn an toàn lao động...; (iii) tránh các rắc rối liên quan*

đến thủ tục hành chính”.

Theo tìm hiểu của tác giả thì mối quan hệ giữa kinh tế ngầm và kinh tế chính thức được thực hiện khá nhiều ở các quốc gia phát triển, nhưng ở các quốc gia đang phát triển thì số lượng công trình nghiên cứu về hoạt động kinh tế ngầm còn khiêm tốn. Kết quả nghiên cứu định lượng về mối quan hệ này không đồng nhất và chia thành hai nhóm:

*Nhóm kết luận cùng chiều:* Một số nghiên cứu trước kết luận rằng kinh tế ngầm có mối quan hệ cùng chiều với kinh tế chính thức. Điều này có nghĩa là quy mô kinh tế ngầm có khuynh hướng tăng lên cùng với quy mô của khu vực kinh tế chính thức. Nghiên cứu của Adam & Ginsburgh (1985) cho kinh tế Bỉ, nghiên cứu của Schneider & Bajada (2003) cho kinh tế Canada đều cho kết luận như vậy. Các tác giả lập luận rằng khi Chính phủ thực hiện nới lỏng các điều kiện kinh doanh để tạo điều kiện cho kinh tế của khu vực chính thức phát triển thì cũng là điều kiện để kinh tế ngầm phát triển theo. Dưới góc độ quản lý nhà nước thì khu vực kinh tế ngầm tồn tại vì muốn tránh các khoản thuế, nhưng dưới góc độ hoạt động sản xuất vật chất thì khu vực kinh tế ngầm cũng phải sử dụng các loại nguyên, nhiên vật liệu, điện năng, vận chuyển... Do vậy, khi quy mô kinh tế ngầm phát triển cũng đóng góp gián tiếp khuyến khích khu vực kinh tế chính thức phát triển (mặc dù điều này không được hạch toán trong ngân sách nhà nước).

*Nhóm kết luận ngược chiều:* Cũng nhiều nghiên cứu tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa quy mô kinh tế ngầm với quy mô kinh tế chính thức. Tức là, khi kinh tế chính thức càng phát triển thì quy mô kinh tế ngầm càng bị thu hẹp. Các nghiên cứu này tập trung vào ước lượng quan hệ một chiều. Feige (1989) kết luận sự tăng trưởng nhanh hơn của hoạt động kinh tế ngầm đã tác động tiêu cực đến kinh tế chính thức của Mỹ trong suốt giai đoạn từ 1970-1989. Kaufmann & Kaliberda (1996) nghiên cứu cho các quốc gia chuyển đổi từ các nước xã hội chủ nghĩa sang tư bản chủ nghĩa cho kết luận là hoạt

động kinh tế ngầm làm giảm nhẹ tăng trưởng GDP của khu vực chính thức. Cụ thể là 10% tích lũy sự suy giảm của khu vực kinh tế chính thức, là do có sự tăng lên 4% của khu vực kinh tế bất hợp pháp.

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Mô hình nghiên cứu và dữ liệu

Mục đích của nghiên cứu này là phân tích tác động của phát triển tài chính và kinh tế ngầm tới tăng trưởng kinh tế cho trường hợp Việt Nam, nên kế thừa các nghiên cứu trước của Thangavelu & cộng sự (2004), Ketteni & cộng sự (2007), Hajilee & cộng sự (2017), Moyo & cộng sự (2018) tác giả đề xuất mô hình nghiên cứu như sau:

$$\ln GDP_t = \beta_0 + \beta_1 FD_t + \beta_2 SD_t + u_t$$

(Mô hình 1)

Nguồn dữ liệu và cách đo lường các biến được minh họa trong Bảng 1, dữ liệu được thu thập theo năm từ 1991-2015.

#### 3.2. Phương pháp phân tích và xử lý số liệu

Theo Engle & Granger (1987) dữ liệu về tăng trưởng kinh tế thường là dữ liệu bền, tức là tốc độ tăng trưởng kinh tế của năm hiện tại bị ảnh hưởng bởi tốc độ tăng trưởng kinh tế của các năm trước đó. Nếu áp dụng phương pháp ước lượng bình phương nhỏ nhất (Ordinary least square - OLS) có thể cho kết quả ước lượng bị thiên lệch. Do vậy trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng ứng dụng phương pháp tự hồi quy phân phối trễ ARDL (*Autoregressive distributed lag*) được giới thiệu bởi Pesaran & cộng sự (2001). Mô hình 1 được biểu diễn dưới dạng mô hình ARDL như sau:

$$\Delta \ln GDP_t = \alpha_0 + \beta_1 \ln GDP_{t-1} + \beta_2 FD_{t-1} + \beta_3 SD_{t-1} + \sum_{k=1}^{m_1} \alpha_{1k} \Delta \ln GDP_{t-k} + \sum_{k=0}^{m_2} \alpha_{2k} \Delta FD_{t-k} + \sum_{k=0}^{m_3} \alpha_{3k} \Delta SD_{t-k} + \omega_t$$

(Mô hình 2)

Trong đó:  $\Delta$ : là sai phân hạng tử

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$  là các hệ số hồi quy biểu hiện cho tác động dài hạn

**Bảng 1: Nguồn dữ liệu và cách đo lường các biến**

Ký hiệu biến	Nội dung của biến	Đơn vị	Nguồn số liệu
LnGDP	Thu nhập bình quân người (tính theo giá so sánh năm 2010)	Đô la Mỹ (USD)	World Bank
FD	Chỉ số cung tiền rộng M2/GDP	%	IMF
SD	Quy mô khu vực kinh tế ngầm so với GDP	%	IMF

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$  là các hệ số hồi quy biểu hiện cho tác động trong ngắn hạn

$\omega_t$  là sai số ngẫu nhiên

Khi ước lượng mô hình 2, cần kiểm định thêm đồng liên kết để xác định có tồn tại mối quan hệ trong dài hạn giữa các biến hay không. Nếu tồn tại mối quan hệ đồng liên kết trong dài hạn, ước lượng mô hình 2 được chuyển thành ước lượng mô hình sai số hiệu chỉnh ECM (*Error correction model*) dựa trên phương trình sau:

$$\Delta \ln GDP_t = \alpha_0 + \lambda \cdot ECM_{t-1} +$$

$$\sum_{k=1}^{m_1} \alpha_{1k} \cdot \Delta \ln GDP_{t-k} + \sum_{k=0}^{m_2} \alpha_{2k} \cdot \Delta FD_{t-k} + \sum_{k=0}^{m_3} \alpha_{3k} \cdot \Delta SD_{t-k} + \tau_t$$

(Mô hình)

Trong đó  $m_1, m_2, m_3$ , độ trễ tương ứng với từng biến được mô hình ARDL tự tính toán dựa trên các tiêu chuẩn thông tin AIC, SC, HQ và R-square hiệu chỉnh. Xét mô hình 3 nếu tồn tại  $\lambda \neq 0$  và có ý nghĩa thống kê thì hệ số của  $\lambda$  sẽ thể hiện tốc độ điều chỉnh của GDP bình quân trở về trạng thái cân bằng sau những cú sốc trong ngắn hạn từ phát triển tài chính và quy mô khu vực kinh tế ngầm. Ngoài ra để đảm bảo kết quả ước lượng là đáng tin cậy, nghiên cứu sẽ kiểm định mức độ ổn định của mô hình thông qua kiểm định tổng tích lũy của phần dư CUSUM (*Cumulative sum of recursive residuals*), tổng tích lũy hiệu chỉnh của phần dư CUSUMSQ (*Cumulative sum of square recursive residuals*) và các kiểm định phương sai thay đổi, kiểm định tự tương quan, kiểm định phân phối chuẩn, kiểm định hiện tượng thiếu biến...

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

##### 4.1. Thống kê mô tả

Năm 2016, theo số liệu của Hội nghị Liên Hiệp Quốc về Thương mại và Phát triển (UNCTAD) thì thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam đạt 1.735,29 USD/năm (tính theo giá so sánh năm 2010). Cùng với đó, Chính phủ cũng thực thi nhiều chính sách và công cụ để tăng trưởng cung tiền và mở rộng tín dụng. Điều này dẫn đến hậu quả là lạm phát bùng nổ, năm 2008 lạm phát của Việt Nam ở mức 22,8%,

bình quân cả giai đoạn 2008-2011 là trên 16%. Như vậy, mặc dù có hỗ trợ tăng trưởng kinh tế nhưng phát triển tài chính nhanh và “quá nóng” đã tạo ra những bất ổn vĩ mô cho các thời kỳ sau đó. Hình 1 cho thấy cả thu nhập bình quân và chỉ số phát triển tài chính của Việt Nam đều có xu hướng tăng lên. Tuy nhiên sự biến động có tính “đột biến” của phát triển tài chính diễn ra mạnh vào năm 1998, năm 2008, trùng khớp với các cuộc khủng hoảng tiền tệ các nước Châu Á năm 1998 và khủng hoảng kinh tế thế giới năm 2008. Thống kê mô tả các biến được minh họa trong Bảng 2.

##### 4.2. Kết quả thực nghiệm và thảo luận

###### Kiểm định tính dừng

Hầu hết các biến số kinh tế đều có xu hướng tăng theo thời gian, do vậy để tránh kết quả hồi quy là giả mạo, đầu tiên tác giả kiểm định tính dừng của tất cả các biến. Nghiên cứu sử dụng phương pháp kiểm định Dickey & Fuller (1981) mở rộng (ADF) và phương pháp kiểm định Phillip & Perron (1988) (PP) để kiểm định tính dừng. Kết quả được minh họa trong Bảng 3.

Kết quả kiểm định ở Bảng 3 cho thấy biến LnGDP dừng ở bậc 1, còn biến FD và biến SD dừng ở bậc gốc. Như vậy là không có biến nào dừng ở bậc 2, điều này thỏa mãn các điều kiện để áp dụng phương pháp tự hồi quy phân phối trễ ARDL (Pesaran & cộng sự, 2001; Nkoro & Uko, 2016).

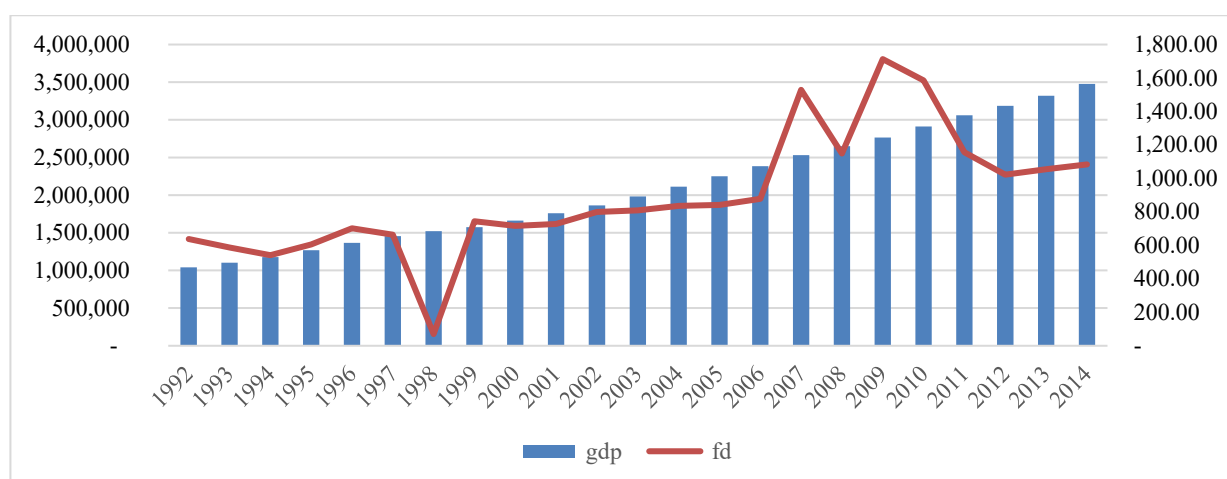
###### Kiểm định đường bao (Bound Test)

Theo Engle & Granger (1987) đối với dữ liệu chuỗi thời gian, các biến trong mô hình không dừng cùng bậc nhưng vẫn có thể ước lượng được nếu giữa chúng có tồn tại các đồng liên kết trong dài hạn. Mô hình ARDL của Pesaran & cộng sự (2001) sử dụng phương pháp kiểm định đồng liên kết mới được gọi là phương pháp kiểm định đường bao. Với giả thuyết trống  $H_0$  được phát biểu là: Không tồn tại đồng liên kết giữa các biến. Nếu giá trị của F-statistic > Giá trị tới hạn thì bác bỏ giả thuyết  $H_0$ . Theo kết quả ở Bảng 4 thì trị thống kê  $F = 3,853 > \text{Giá trị tới hạn} = 3,35$  ở mức ý nghĩa 10%. Như vậy là bác bỏ giả thuyết  $H_0$ , chứng tỏ có tồn tại mối quan hệ đồng liên kết trong dài hạn giữa biến trong mô hình.

**Bảng 2: Thống kê mô tả các biến**

Biến số	Trung bình	Lớn nhất	Nhỏ nhất	Sai số
LnGDP	6,788	7,409	6,087	0,406
FD	0,658	1,377	0,189	0,397
SD	0,187	0,222	0,148	0,023

**Hình 1: Biến động của GDP bình quân và chỉ số phát triển tài chính**



*Mô hình sai số hiệu chỉnh và tác động trong ngắn hạn*

Việc giữa các biến số của mô hình có tồn tại mối quan hệ đồng liên kết trong dài hạn, nên mô hình 2 được ước lượng bằng mô hình sai số hiệu chỉnh ECM để xác định hệ số tác động trong ngắn hạn. Với mẫu dữ liệu, mô hình ARDL tự lựa chọn được mô hình tối ưu là ARDL (2, 0, 0), tức là trong mô hình 2 thì  $m_1 = 2$ ,  $m_2 = m_3 = 0$ . Kết quả ước lượng trong Bảng 5 cho thấy hệ số của  $\lambda = -0,09$  có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này hàm ý GDP bình quân có khả năng tự hiệu chỉnh về trạng thái cân bằng ở dài hạn, sau những “ cú sốc ” ngắn hạn từ tác động của phát triển tài chính và quy mô kinh tế ngầm. Hệ số  $\beta$  của biến  $\Delta \text{LnGDP}(-1)$  mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 1%, hàm ý tăng trưởng kinh tế của năm trước có tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế của năm sau. Kết quả này cũng ủng hộ cho việc áp dụng kỹ thuật ước lượng OLS sẽ cho kết quả ước lượng bị thiên lệch.

*Kiểm định bổ sung*

Để kết quả ước lượng thu được là tin cậy, bài viết kiểm định thêm một số khuyết tật mà mô hình có thể gặp phải gồm: Kiểm định phương sai thay đổi,

kiểm định tự tương quan và kiểm định phân phối chuẩn của phần dư, kiểm định tính phù hợp của mô hình. Kết quả kiểm định bổ sung được thể hiện trong Bảng 6.

Theo kết quả kiểm định ở Bảng 6 thì tất cả các kiểm định đều có Prob > 0,05 nên đều bác bỏ giả thuyết  $H_0$ , tức là mô hình 2 đều không gặp phải hiện tượng phương sai sai số thay đổi, hiện tượng tự tương quan, hiện tượng thiếu biến và phần dư của mô hình có phân phối chuẩn. Từ đó có thể kết luận kết quả hồi quy thu được là đáng tin cậy.

*Kiểm định độ ổn định của mô hình*

Tiếp theo nghiên cứu kiểm định độ ổn định của mô hình 2 bằng kiểm định tổng tích lũy phần dư (CUSUM) và tổng tích lũy hiệu chỉnh của phần dư (CUSUMSQ). Hình 2 cho thấy cả 2 đường CUSUM và CUSUMSQ (đường nét liền) của mô hình 2 đều nằm trong dải tiêu chuẩn tại mức ý nghĩa 5% (đường nét đứt). Do đó tác giả kết luận mô hình 2 có tính ổn định, kết quả ước lượng thu được đủ tin cậy để đưa vào phân tích hay dự báo.

*Kết quả ước lượng tác động dài hạn*

**Bảng 3: Kết quả kiểm định tính dừng**

Biến số	Kiểm định ADF	Kiểm định PP
LnGDP	-2,469	-1,174
$\Delta \text{LnGDP}$	-3,815**	-2,554*
FD	-3,115	-3,723**
$\Delta \text{FD}$	-5,343***	-5,434***
SD	-4,555***	-4,556***
$\Delta \text{SD}$	-7,551***	-11,072***

Ký hiệu \*\*\*, \*\* và \* lần lượt biểu thị cho mức ý nghĩa 1%; 5% và 10%. Cả 3 biến đều được kiểm định có xu hướng và có hệ số chặn (Trend and intercept).

**Bảng 4: Kết quả kiểm định đồng liên kết**

Phương pháp kiểm định đường bao		Giả thuyết H <sub>0</sub> : Không có đồng liên kết giữa các biến		
Test statistic	Value	Signif	I(0)	I(1)
F-statistic	3,852	10%	2,63	3,35
k	3	5%	3,10	3,87
		2,5%	3,55	4,38
		1%	4,13	5,00

**Bảng 5: Kết quả ước lượng tác động ngắn hạn**

Tên biến	Hệ số $\beta$	Sai số	Thống kê t	Prob
ECM(-1)*	-0,0901	0,021237	-4,240146	0,0005
$\Delta \ln \text{GDP}(-1)$	0,6171	0,089292	6,911148	0,0000

Tiếp theo bài viết tiến hành ước lượng tác động trong dài hạn của phát triển tài chính và quy mô khu vực kinh tế ngầm đến tăng trưởng kinh tế của Việt Nam. Kết quả được minh họa trong Bảng 7.

Kết quả trong Bảng 7 cho thấy biến FD mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, chứng tỏ đối với nước đang phát triển như Việt Nam thì phát triển tài chính có tác động tích cực đến tốc độ tăng trưởng kinh tế. Theo đó với điều kiện các yếu tố khác không thay đổi, khi phát triển tài chính tăng lên 1% sẽ giúp tốc độ tăng trưởng kinh tế tăng 0,52%. Biến SD mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, hàm ý khi quy mô khu vực kinh tế ngầm phát

triển sẽ làm giảm tốc độ tăng trưởng của khu vực kinh tế chính thức.

#### 4.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu

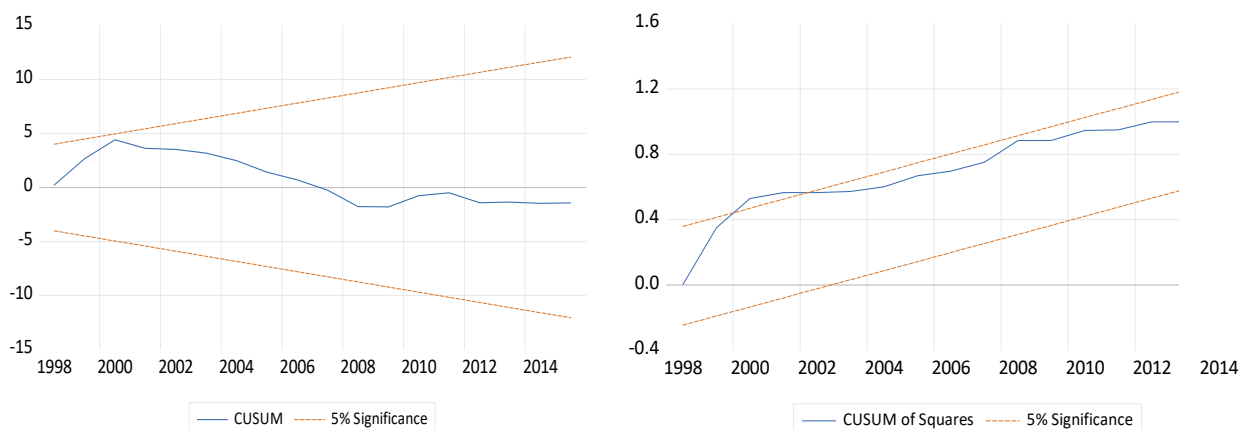
Kết luận của nghiên cứu này là phát triển tài chính sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Kết luận này tương đồng với nghiên cứu của Ketteni & cộng sự (2007), nghiên cứu của Thangavelu & cộng sự (2004), nhưng ngược với nghiên cứu của Moyo & cộng sự (2018). Kết hợp với thực tiễn hoạt động kinh tế của Việt Nam, tác giả cho rằng kết luận của nghiên cứu là hợp lý, vì:

- Thị trường chứng khoán của Việt Nam đã đi

**Bảng 6: Một số kiểm định bổ sung**

Loại kiểm định	Giá trị n * R_square
Kiểm định sai số thay đổi (White test)	6,125 (Prob = 0,190)
Kiểm định tương quan chuỗi bậc 2 (Breusch-Pagan test)	3,793 (Prob = 0,150)
Kiểm định phân phối chuẩn của phần dư (Nomalty test)	2,589 (Prob = 0,274)
Kiểm định tính phù hợp của mô hình (Ramsey reset test)	0,974 (Prob = 0,338)

**Hình 2: Kết quả kiểm định tính ổn định của mô hình**



**Bảng 7: Kết quả ước lượng tác động trong dài hạn**

Tên biến	Hệ số $\beta$	Sai số	Thống kê t	Prob
FD	0,522699	0,166664	3,136249	0,0057
SD	-6,906223	2,960441	-2,332836	0,0315
Hệ số chặn	7,928262	0,657050	12,06646	0,0000

ECM = LnGDP - (0,5227\*FD - 6,9062\*SD + 7,9283 )

vào hoạt động từ năm 2000. Sự ra đời và vận hành tốt của thị trường chứng khoán giúp cá nhân/doanh nghiệp đa dạng hóa được rủi ro và nguồn vốn được phân bổ tốt hơn, tập trung vào những ngành có năng suất cao, tỉ suất sinh lời lớn, từ đó thúc đẩy sản xuất kinh doanh phát triển.

- Chính phủ Việt Nam từng bước tích lũy được năng lực, kinh nghiệm quản lý và sử dụng nhiều công cụ trong điều hành. Để giải quyết triệt để được mâu thuẫn giữa tăng trưởng kinh tế và lạm phát, Chính phủ đã sử dụng chính sách tài khóa “ngịch chiều” hoặc đan xen để trung hòa các “bất ổn” từ thị trường tài chính. Theo đó, tùy thuộc vào mục tiêu phát triển của từng giai đoạn, nếu lựa chọn chính sách tiền tệ mở rộng thì áp dụng chính sách tài khóa thận trọng. Nếu áp dụng chính sách tiền tệ mở rộng ở giai đoạn trước thì áp dụng chính sách tiền tệ thận trọng ở giai đoạn kế tiếp...

Về quy mô kinh tế ngầm có tác động ngược chiều đến tốc độ tăng trưởng kinh tế của khu vực chính thức thì theo Alm & Embaye (2013), Võ Hồng Đức & Lý Hưng Thịnh (2014) giữa hoạt động của khu vực kinh tế ngầm và khu vực kinh tế chính thức vừa có tác động chong lẩn vừa có tác động đối lập. Cả hai khu vực đều phải sử dụng các nguồn lực đầu vào như tài nguyên, năng lượng, đặc biệt là lực lượng lao động, do đó theo một lẽ tất nhiên khi quy mô khu vực này tăng lên thì quy mô khu vực kia có xu hướng giảm đi. Một điểm đáng lưu ý là đối với những nước có chất lượng thể chế chưa hoàn thiện, thì những hành vi trốn thuế và tránh thuế có điều kiện để phát triển. Đây là phần thưởng và là động

lực cho khu vực kinh tế ngầm phát triển.

### 5. Kết luận và hàm ý chính sách

Với dữ liệu được thu thập từ 1991-2015 sử dụng phương pháp tự hồi quy phân phối trễ ARDL do Pesaran & cộng sự (2001) nghiên cứu này rút ra được hai kết luận chính như sau:

- Phát triển tài chính có tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong dài hạn.

- Quy mô khu vực kinh tế ngầm có tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong dài hạn.

Từ kết quả thực nghiệm, tác giả gợi ý một số hàm ý chính sách như sau:

*Thứ nhất*, phát triển các thị trường tài chính, các trung gian tài chính theo lộ trình và chủ động, hướng tới việc tạo ra các cơ hội tiếp cận tài chính bình đẳng cho các đối tượng yếu thế, các doanh nghiệp nhỏ, các vùng kinh tế mà điều kiện phát triển kinh tế – xã hội còn gặp khó khăn.

*Thứ hai*, để phát triển tài chính trước tiên cần hạn chế tình trạng độc quyền, lũng đoạn hoặc tội phạm trong lĩnh vực tài chính – ngân hàng. Do đó Chính phủ cần xây dựng được các quy tắc, quy chuẩn phù hợp với các thông lệ/chuẩn mực quốc tế. Đồng thời phải có cơ chế giám sát và chế tài đủ mạnh để răn đe hoặc xử lý các gian lận, lợi ích nhóm trong hoạt động thuộc lĩnh vực tài chính – ngân hàng.

*Thứ ba*, nâng cao cả chất lượng thể chế chính thức và thể chế phi chính thức, đặc biệt là cải thiện trình độ dân trí, tạo các điều kiện kinh doanh thuận lợi cho các hoạt động khởi nghiệp để giảm hoạt động của khu vực kinh tế ngầm.

### Tài liệu tham khảo

- Acemoglu, D. & Robinson, J.A. (2008), *The role of institutions in growth and development*, World Bank, Washington DC.
- Adam, M.C. & Ginsburgh, V. (1985), ‘The effects of irregular markets on macroeconomic policy: Some estimates for Belgium’, *European Economic Review*, 29(1), 15-33.
- Alm, J. & Embaye, A. (2013), ‘Using dynamic panel methods to estimate shadow economies around the World, 1984-2006’, *Public Finance Review*, 41(5), 510-543.
- Chu Minh Hội (2015), ‘Phát triển tài chính: Khái niệm, đo lường và thực trạng ở Việt Nam’, *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, 5, 15-17.
- Demetriades, P.O. & Hussein, K.A. (1996), ‘Does financial development cause economic growth? Time series evidence from 16 countries’, *Journal of Development Economics*, 51, 387-411.



- Dickey, D.A. & Fuller, W.A. (1981), 'Likelihood ratio statistics for autoregressive time series with a unit root', *Econometrica*, 49, 1057-1072.
- Dreher, A. & Schneider, F. (2010), 'Corruption and the shadow economy: An empirical analysis', *Public Choice*, 144(1), 215-238.
- Edwards, S. (2001), 'Capital mobility and economic performance: Are emerging economies different?', *NBER Working Paper No. 8076*, NBER.
- Engle, R.F. & Granger, C.W.J. (1987), 'Co-integration and error correction: Representation, estimation and testing', *Econometrica*, 55, 251-276.
- Feige, E.L. (1989), *The Underground Economies: Tax Evasion and Information Distortion*, Cambridge: Cambridge University.
- Goldsmith, R.W. (1969), *Financial structure and development*, New Haven, CN: Yale University Press.
- Greenwood, J. & Jovanovic, B. (1990), 'Financial development, growth, and the distribution of income', *Journal of Political Economy*, 98, 1076-1107.
- Hajilee, M., Stringer, D.Y. & Metghalchi, M. (2017), 'Financial market inclusion, shadow economy and economic growth: New evidence from emerging countries', *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 66, 149-158.
- Kaufmann, D. & Kaliberda, A. (1996), 'Integrating the unofficial economy into the dynamics of post socialist economies: A framework of analyses and evidence', *World Bank Policy Research Working Paper 1691*, World Bank.
- Ketteni, E., Mamuneas, T., Savvides, A. & Stengos, T. (2007), 'Is the financial development and economic growth: Relationship nonlinear?', *Economics Bulletin*, 15(14), 1-12.
- Kuznets, S. (1955), 'Economic growth and income inequality', *American Economic Review*, 45, 1-28.
- Kwok, C.C. & T'adesse, S. (2006), 'The MNC as an agent of change for host-country institutions: FDI and corruption', *Journal of International Business Studies*, 37, 767-785.
- Lê Quốc Hội & Chu Minh Hội (2015), 'Tác động của phát triển tài chính đến bất bình đẳng thu nhập ở Việt Nam', *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 26(8), 02-17.
- Levine, R. & Zervos, S. (1996), 'Stock market development and long-run growth', *World Bank Economic Review*, 10(2), 323-339.
- Lucas, R.E. (1990), 'Why doesn't capital flow from rich to poor countries?', *The American Economic Review*, 80(2), 92-96.
- McKinnon, R.I. (1973), *Money and capital in Economic Development*, Washington, DC: Brookings Institution.
- Moyo, C., Khobai, H., Kolisi, N. & Mbeki, Z. (2018), 'Financial development and economic growth in Brazil: A Non-linear ARDL approach', *MPRA Paper No 85252*, MPRA.
- Nguyễn Trọng Hoài & Đào Quang Thanh (2009), 'Phát triển tài chính theo chiều sâu tại một số quốc gia Châu Á', *Tạp chí Công nghệ ngân hàng*, 44, 37-42.
- Nkoro, E. & Uko, A.K. (2016), 'Autoregressive distributed lag (ARDL) cointegration technique: application and interpretation', *Journal of Statistical and Econometric Methods*, 5(4), 63-91.
- Okada, K. (2013), 'The interaction effects of financial openness and institutions on international capital flows', *Journal of Macroeconomics*, 35, 131-143.
- Pesaran, M.H., Shin, Y. & Smith, R.J. (2001), 'Bounds testing approaches to the analysis of level relationships', *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289-326.
- Phillips, P.C.B. & Perron, P. (1988), 'Testing for a unit root in time series regression', *Biomètrika*, 75(2), 335-346.
- Razmi, M.J., Falahi, M.A. & Montazeri, S. (2013), 'Institutional quality and underground Economy of 51 OIC member countries', *Universal Journal of Management and Social Sciences*, 3(2), 1-14.
- Robinson, J. (1952), *The rate of interest and other essays*, London: Macmillan.
- Rousseau, P.L. & Vuthipadadorn, D. (2005), 'Finance, investment, and growth: time series evidence from 10 Asian economies', *Journal of Macroeconomics*, 27, 87-106.
- Schneider, F. & Bajada, C. (2003), 'The size and development of the shadow economies in the Asia-Pacific', *Economics working papers No 2003-01*, Department of Economics, Johannes Kepler University Linz, Austria.
- Schumpeter, J.A. (1912), 'The economy as a whole. English translation of Das Gesamtbild der Volkswirtschaft', in *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, Printed in Industry and Innovation*, J.A. Schumpeter (Ed.), 93-145.
- Shaw, E.S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.
- Thangavelu, S.M., Jiunn, A.B. & James. (2004), 'Financial development and economic growth in Australia: An empirical analysis', *Empirical Economics*, 29, 247-260.
- Tobin, J. (1965), 'Money and economic growth', *Econometrica*, 33(4), 671-684.
- Võ Hồng Đức & Lý Hưng Thịnh (2014), 'Kinh tế ngầm và tham nhũng tại các quốc gia Đông Nam Á', *Tạp chí khoa học - Trường Đại học Mở, Thành phố Hồ Chí Minh*, 42, 78-90.