

Mối quan hệ giữa tự do hoá tài chính đến tăng trưởng kinh tế ở các quốc gia mới nổi: Trường hợp Việt Nam

TRẦN HUY HOÀNG

Trường Đại học Tài chính - Marketing - hoangth@ufm.edu.vn

NGUYỄN HỮU HUÂN

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM - huanguyen@ueh.edu.vn

NGUYỄN THỊ THÙY LINH

Huyện ủy huyện Long Thành tỉnh Đồng Nai - thuylinhmof@yahoo.com

Ngày nhận:

27/08/2015

Ngày nhận lại:

30/01/2015

Ngày duyệt đăng:

15/10/2015

Mã số:

2014-G-S7

Tóm tắt

Nghiên cứu nhằm phân tích tác động của quá trình tự do hoá tài chính đến tăng trưởng kinh tế tại VN giai đoạn 1993–2013. Kết quả cho thấy tự do hoá tài chính có mối quan hệ đến tăng trưởng kinh tế trong dài hạn bằng mô hình hiệu chỉnh sai số véctor (VECM); cụ thể, tự do hoá tài chính mang lại sự hỗ trợ tốt hơn cho tăng trưởng kinh tế ở VN. Đồng thời, nghiên cứu còn làm rõ động lực thúc đẩy quá trình tự do hoá tài chính từ quá trình phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế trong ngắn hạn ở VN thông qua kiểm định quan hệ nhân quả Granger, phân tích phản ứng đẩy và phân rã phương sai.

Abstract

This paper surveys the process of financial liberalization in Vietnam over the period from 1993 to 2013. On adopting Vector Error Correction Model (VECM), the results suggest that there is a long-term relation between economic growth and financial liberalization, in which the financial market liberalization and financial services liberalization provide better support during the growth of Vietnam's economy. In addition, using various techniques including Granger causality test, impulse response analysis, and variance decomposition, the paper also clarifies the motives for financial liberalization from the process of short-term financial development and economic growth in the country.

Từ khóa:

Tự do hoá tài chính,
tăng trưởng kinh tế,
hội nhập tài chính.

Keywords:

Financial liberalization,
economic growth,
financial integration.

1. Giới thiệu chung

Mối liên hệ giữa tự do hoá tài chính và tăng trưởng kinh tế từ lâu đã thu hút sự quan tâm của nhiều nhà quản lý và nghiên cứu kinh tế trong và ngoài nước. Kể từ nghiên cứu đầu tiên của McKinnon (1973) và Shaw (1973), cùng với sự chấp nhận rộng rãi các khái niệm về tự do hoá tài chính, nhiều quốc gia đã nỗ lực tự do hoá lĩnh vực tài chính bằng cách gỡ bỏ kiểm soát lãi suất, bỏ kiểm soát tín dụng, và cho phép tự do thâm nhập thị trường tài chính; đặc biệt trong lĩnh vực tài chính ngân hàng, giao quyền tự chủ cho các ngân hàng thương mại và tự do hoá tài khoản vốn quốc tế. Tuy nhiên, sau khi tự do hoá tài chính, nhiều nước đang phát triển nhận thấy thị trường tài chính của họ kém ổn định và các tổ chức tài chính này trở nên mong manh hơn vì phải đối mặt với nhiều nghiệp vụ lạ, rủi ro cao và nhiều yếu tố phát sinh trong các khuôn khổ pháp lý và giám sát.

Hiện nay, VN đang là thành viên của các tổ chức: Liên Hiệp Quốc, WTO, IMF, WB, ADB, Diễn đàn Hợp tác Kinh tế châu Á - Thái Bình Dương, ASEAN. Đồng thời, VN còn tham gia các hiệp định thương mại tự do đa phương với các nước ASEAN, Hàn Quốc, Nhật, Trung Quốc, và ký hiệp định đối tác kinh tế song phương với Nhật. Đối với lĩnh vực tiền tệ ngân hàng, quá trình hội nhập thường gắn liền với quá trình tự do hoá thị trường tài chính, mang lại nhiều cơ hội, nhưng cũng không ít thách thức. Để làm rõ tiến trình tự do hoá thị trường tài chính và tự do hoá các dịch vụ tài chính trong giai đoạn vừa qua, cũng như tác động của quá trình này đối với nền kinh tế, tác giả thực hiện các nghiên cứu thực nghiệm dựa trên cơ sở lý thuyết và kế thừa các nghiên cứu trước có liên quan. Mục tiêu nghiên cứu nhằm đánh giá quá trình tự do hoá tài chính của VN thời gian qua thông qua xem xét tác động và mối quan hệ của nó đến tăng trưởng kinh tế; từ đó đề xuất các kiến nghị để hoàn thiện hơn nữa hệ thống tài chính nhằm phát huy tốt vai trò thúc đẩy tăng trưởng cho nền kinh tế.

2. Cơ sở lý thuyết và khung phân tích

2.1. Cơ sở lý thuyết

Việc phân bổ hiệu quả nguồn lực đã được đề cập trong mô hình tăng trưởng cổ điển của Solow (1956). Trong mô hình này, tự do hoá tài khoản vốn giúp gia tăng việc phân bổ nguồn lực và sản phẩm quốc tế. Dòng luân chuyển vốn quốc tế từ các nguồn vốn đa dạng giúp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế ở các quốc gia, và có xu hướng dịch chuyển từ nơi có lãi suất thấp đến nơi có lãi suất cao. Dòng chảy vốn đến các quốc gia đang phát

triển giúp giảm chi phí sử dụng vốn, kích thích đầu tư và tăng trưởng, đồng thời còn làm tăng chất lượng cuộc sống (Fischer, 1998, 2003; Obsfeld, 1998; Rogoff, 1999; Summers, 2000). Tự do hoá tài chính tạo động lực giúp thay đổi chính sách kinh tế ở các quốc gia đang phát triển từ Santiago đến Seoul trong vòng hơn hai thập kỉ qua.

Để minh họa lí thuyết dự báo từ mô hình tăng trưởng cổ điển của Solow về tác động của tự do hoá tài chính đến tăng trưởng kinh tế, trong nghiên cứu này, tác giả giả định sản lượng được hình thành từ các nguồn lực vốn, lao động như phương trình Cobb-Douglas:

$$Y = F(K, AL) = K^\alpha (AL)^{1-\alpha} \quad (1)$$

Gọi $k = \frac{K}{AL}$ là tỉ lệ vốn bỏ ra trên một đơn vị lao động; và $y = \frac{Y}{AL}$ là sản lượng đầu ra trên một đơn vị lao động. Khai triển phương trình 1 ta được :

$$y = f(k) = k^\alpha \quad (2)$$

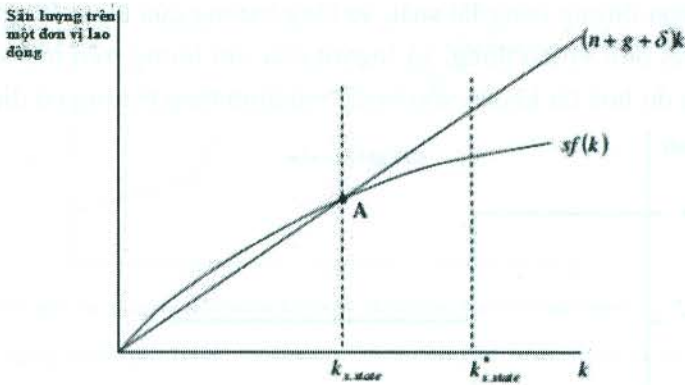
Gọi s_t là tỉ lệ tiết kiệm trong thu nhập quốc gia tại thời kì t và giả định mức chênh lệch lãi suất từ vốn là δ , lực lượng lao động tăng trưởng là n , và tổng tăng trưởng sản xuất ở mức g . Tiết kiệm được tích lũy từ nguồn vốn trong nước và các nguồn vốn từ bên ngoài. Phương trình sau đây trình bày tác động của nguồn vốn trên chi phí nguồn nhân lực :

$$k_t^\circ = s \cdot f(k_t) - (n + g + \delta) \cdot k_t \quad (3)$$

Nguồn: Solow (2009).

Khi $k_t = 0$, nền kinh tế ở điểm A trên Hình 1. Tại điểm A, tỉ lệ của vốn trên lao động (k) là một hằng số. Khi k_t khác 0, điểm cân bằng của K không là một hằng số. Sản lượng đầu ra trên lao động $\frac{Y}{AL}$ tăng lên ở lãi suất g . Cuối cùng điểm cân bằng chi phí sản xuất biên bằng với lãi suất cộng với lãi suất yêu cầu từ vốn.

$$f'(k_{s.state}) = r + \delta \quad (4)$$



Hình 1. Tự do hoá tài khoản vốn trong mô hình cổ điển của Solow (1956)

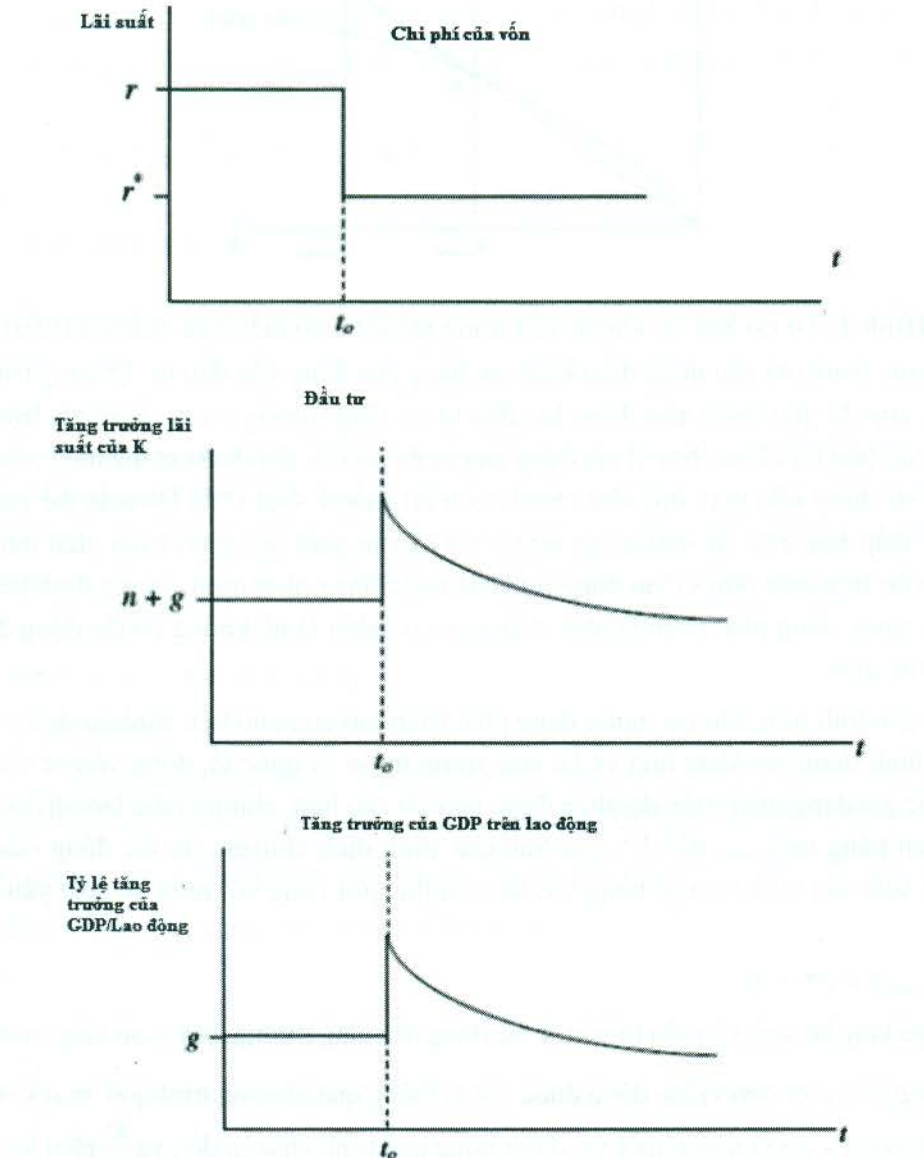
Phương trình (4) giải thích điều kiện cân bằng của dòng vốn đầu tư. Phương trình này rất phù hợp để giải thích cho động lực đầu tư và tăng trưởng ở các quốc gia trong quá trình tự do hoá tài chính, bởi vì tác động của tự do hoá tài chính được thể hiện thông qua chi phí sử dụng vốn thay đổi nhờ chênh lệch lãi suất δ . Gọi r^* là lãi suất thế giới. Giả định r^* thấp hơn r là lãi suất trong nước, bởi vì các quốc gia phát triển phải tốn nhiều đơn vị vốn trên một đơn vị lao động hơn các nước đang phát triển, và giả định nền kinh tế ở các nước đang phát triển là nhỏ, điều này có nghĩa là nó không có tác động đến giá cả của thế giới.

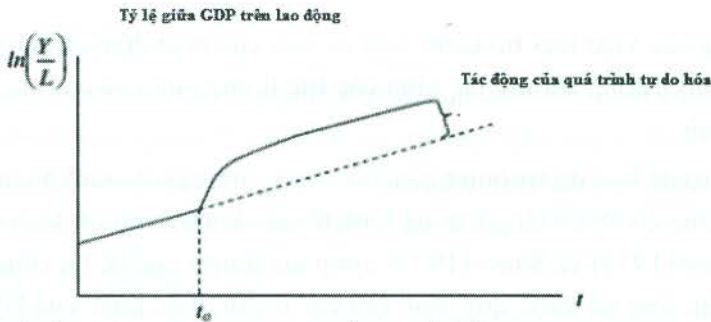
Với giả định trên, khi các nước đang phát triển mở cửa cho tiến trình tự do hoá dòng vốn sẽ hình thành sự khác biệt về lãi suất trong nước và quốc tế, dòng vốn sẽ chảy vào các quốc gia đang phát triển do nhận được lãi suất cao hơn, chính vì thế làm dịch chuyển điểm cân bằng từ $k_{s.state}$ đến $k^*_{s.state}$. Sau quá trình dịch chuyển, do tác động của tự do hoá, lãi suất sản xuất biên sẽ bằng với lãi suất thế giới cộng với mức lãi suất yêu cầu từ vốn.

$$f'(k_{s.state}) = r^* + \delta \quad (5)$$

Sự gia tăng lãi suất yêu cầu từ vốn sẽ tác động đến tăng trưởng, bởi vì sự tăng trưởng của sản lượng trên một đơn vị lao động được mô tả thông qua phương trình $\gamma_{AL} = \alpha \frac{k^*}{k} + g$. Tỷ lệ tăng trưởng k dư ra $n+g$ ở một vài điểm trong quá trình chuyển đổi, và $\frac{k^*}{k}$ phải lớn hơn 0 trong các khoảng thời gian khác nhau. Chính vì thế tỷ lệ tăng trưởng của sản lượng trên một đơn vị lao động sẽ tăng trong ngắn hạn.

Hình 2 minh họa đường cong lãi suất, sự tăng trưởng của lãi suất yêu cầu từ vốn và sản lượng trên một đơn vị lao động, và logarit của sản lượng trên một đơn vị lao động trong quá trình tự do hoá tài khoản vốn trong mô hình tăng trưởng cổ điển của Solow.





Biểu đồ 2: Tác động của quá trình tự do hóa đến chi phí vốn, đầu tư và tăng trưởng

Hình 2. Tác động của quá trình tự do hoá đến chi phí vốn, đầu tư và tăng trưởng

Phân tích này dựa trên lý thuyết về tăng trưởng trong mô hình cổ điển của Solow và Cobb Douglas nhằm giải thích cho tác động của quá trình tự do hoá đến tăng trưởng kinh tế ở các quốc gia đang phát triển trong tự như VN. Qua đó làm rõ quá trình tự do hoá giúp thúc đẩy tăng trưởng, gia tăng thu nhập và cải thiện chất lượng cuộc sống cho người lao động tại các quốc gia đang phát triển; đồng thời, đưa chi phí lao động ở các quốc gia này gia tăng nhờ nguồn lực vốn từ bên ngoài khi xuất hiện sự chênh lệch lãi suất trong nước và thế giới.

2.1.1. Tự do hoá tài chính và tăng trưởng

Tự do hoá khu vực tài chính đề cập đến việc loại bỏ hoặc nới lỏng các quy định được áp đặt bởi chính phủ các nước đối với khu vực tài chính trong nước. Tuy nhiên, định nghĩa này có vẻ là quá hẹp trong việc giải thích các khái niệm về tự do hoá khu vực tài chính.

Kaminsky & Schmukler (2003) đưa ra định nghĩa rộng hơn; theo đó, tự do hoá tài chính bao gồm việc bãi bỏ quy định của tài khoản vốn đầu tư nước ngoài, khu vực tài chính trong nước và thị trường chứng khoán. Từ định nghĩa này, Kaminsky & Schmukler (2003) hàm ý tự do hoá tài chính chỉ xảy ra khi có ít nhất hai trong ba khu vực được tự do hoá hoàn toàn và một phần ba tự do hoá một phần.

Johnston & Sundarajan (1999) xem tự do hoá tài chính như tập hợp các hoạt động cải cách và biện pháp chính sách đã được nới lỏng quản lý để chuyển đổi hệ thống tài chính và cấu trúc hướng đến hệ thống thị trường tự do trong khuôn khổ pháp lý phù hợp. Tự do hoá tài chính đề cập đến các biện pháp hướng vào việc giảm kiểm soát về cơ cấu tổ chức, các công cụ và hoạt động của các thành viên trong từng phân đoạn khác nhau của khu vực tài chính. Những biện pháp này có thể liên quan đến các quy định nội bộ hay bên ngoài (Chandrasekhar, 2004). Từ các định nghĩa trên, có thể thấy tự do hoá tài

chính tập trung vào việc loại bỏ kiểm soát để hạn chế hoạt động tài chính và cho phép các lực lượng thị trường (tương tác giữa các lực lượng cung và cầu) tạo nên cơ chế giá dịch vụ tài chính.

Cuối cùng, tự do hoá thị trường ngoại hối, bao gồm mở các tài khoản vãng lai và vốn với mục đích khuyến khích tăng trưởng kinh tế cao dựa trên chính sách định hướng xuất khẩu. McKinnon (1973) và Shaw (1973) trong giả thuyết áp chế tài chính khẳng định lãi suất nếu bị kiểm soát và được quy định bởi các thành phần khác của hệ thống tài chính sẽ làm suy yếu không chỉ hiệu quả của tài chính trung gian mà còn cản trở sự phân bổ hiệu quả các nguồn lực đồng thời kéo theo sự phát triển chậm chạp của nền kinh tế. Các tác giả này cho rằng chế độ lãi suất tự do thúc đẩy chuyển đổi tiết kiệm từ tài sản thực không hiệu quả sang tài sản tài chính và bằng cách đó làm tăng cung tín dụng trong nền kinh tế.

Nhìn chung các lí thuyết đều giả định có mối quan hệ tích cực giữa quá trình tự do hoá, mở cửa khu vực tài chính đến sự tăng trưởng kinh tế quốc gia. Nghiên cứu này sẽ tập trung làm rõ các giả định trên.

2.1.2. Tác động của tự do hoá tài chính đến phát triển tài chính và phát triển kinh tế thông qua 2 kênh truyền dẫn

Kênh thứ nhất thông qua mở cửa thương mại:

Động lực của các nhà khai thác tài chính và các tổ chức tài chính (phía cung) là tạo ra sự cạnh tranh và làm giảm sự cứng nhắc trong phát triển tài chính. Mục đích của hoạt động này nhằm làm tăng tính hiệu quả trong hoạt động của các tổ chức tài chính, và kết hợp giữa cạnh tranh nước ngoài và tự do hoá dòng vốn nhằm hướng các tổ chức tài chính tới mức phát triển cao hơn (Rajan & Zingales, 2003). Từ đó làm gia tăng hiệu quả của các định chế tài chính và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Về mối quan hệ giữa tự do hoá thương mại và tự do hoá tài chính:

Haggard & Maxfield (1993) nhận thấy mở cửa thương mại là điều kiện tiên quyết để loại bỏ kiểm soát vốn. Theo Aizenman & Noy (2004), độ mở tài chính và độ mở thương mại có mối quan hệ hai chiều, mặc dù độ mở tài chính có xu hướng dẫn tới mở cửa thương mại hơn so với các hướng khác. Tornell, Westermann & Martinez (2004) giải thích tự do hoá tài chính thường theo sau là tự do hoá thương mại trong 2 thập kỉ qua.

Kênh thứ hai là tiếp cận từ phía cầu:

Do & Levchenko (2007) cho rằng phát triển tài chính là nội sinh và được quyết định bởi nhu cầu tài chính bên ngoài. Tự do hoá thương mại hiệu quả sẽ làm tăng nhu cầu về tài chính nước ngoài thông qua chuyên môn hoá, đổi mới, chuyển giao công nghệ dẫn đến phát triển tài chính và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

2.1.3. Tự do hoá thị trường tài chính

McKinnon & Shaw (1973) xem tự do hoá thị trường tài chính như việc gỡ bỏ các quy định, kiểm soát của chính phủ trên thị trường tài chính. Điều này hàm ý không chỉ có khu vực công được tham gia, mà còn có sự góp mặt của khu vực tư nhân và các nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường tài chính, đồng thời các chủ thể tham gia đều được đối xử bình đẳng trên thị trường.

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm

Kasekende & Atingi-Ego (2003) nghiên cứu trường hợp của Uganda, thực hiện kiểm tra tác động của tự do hoá tài chính trong hoạt động kinh doanh ngân hàng và ảnh hưởng đến nền kinh tế thực. Dữ liệu từ quý I/1987- quý III/1995 với các biến sau: Tổng sản phẩm trong nước, tín dụng ngân hàng thương mại đối với ngành công nghiệp, phí trên tỉ giá chính thức giao dịch, tỉ lệ cho vay, và giá tiêu dùng đã được phân tích bằng cách sử dụng phương pháp vectơ tự hồi quy (VAR). Phát hiện này cho thấy tự do hoá tài chính phát huy hiệu quả trong ngành tài chính ngân hàng và do đó, tín dụng tăng khu vực tư nhân sau khi tự do hoá tài chính, dẫn đến tăng trưởng kinh tế. Nghiên cứu còn cung cấp bằng chứng về tác động tích cực và hỗ trợ giả thuyết McKinnon-Shaw.

Akpan (2004) nghiên cứu về mặt lí thuyết và thực nghiệm tìm thấy tác động của tự do hoá tài chính thể hiện qua việc gia tăng lãi suất thực và độ sâu tài chính (tỉ lệ M2/GDP) đến tốc độ tăng trưởng kinh tế ở Nigeria khi sử dụng mô hình tăng trưởng nội sinh. Nghiên cứu sử dụng chuỗi dữ liệu hàng năm cho giai đoạn 1970–2002. Mô hình ECM được sử dụng để phân tích ảnh hưởng ngắn hạn và dài hạn của các biến trong mô hình. Phát hiện này cho thấy hệ số thấp của lãi suất huy động thực tế, hàm ý tự do hoá lãi suất bản thân nó không thể đẩy nhanh tăng trưởng kinh tế. Nhìn chung, kết quả cho thấy tác động tích cực của tự do hoá tài chính đến kinh tế của Nigeria.

Tokat (2005) đánh giá tác động của tự do hoá tài chính lên biến số kinh tế vĩ mô trong hai quốc gia mới nổi (Thổ Nhĩ Kỳ và Ấn Độ) giai đoạn 1980–2003. Kết quả cho thấy có sự phụ thuộc lẫn nhau gia tăng giữa các biến sau quá trình tự do hoá tài chính. Nghiên

cứu này cung cấp thêm bằng chứng về ảnh hưởng ngày càng tăng của nền kinh tế nước ngoài trên biến kinh tế vĩ mô trong nước; trong đó nhấn mạnh tự do hoá tài chính có lợi cho cả hai nước. Okpara (2010) nghiên cứu tác động của tự do hoá tài chính lên biến số kinh tế vĩ mô ở Nigeria như: GDP thực, độ sâu tài chính, tổng tiết kiệm quốc gia, đầu tư trực tiếp nước ngoài, và tỉ lệ lạm phát. Kết quả cho thấy các biến có tác động tích cực đến nền kinh tế do tự do hoá tài chính; và GDP thực ghi nhận sự đóng góp tích cực nhất. Điều này giải thích tự do hoá tài chính tích cực làm tăng sự phát triển của nền kinh tế.

Banam (2010) phân tích tác động của tự do hoá tài chính đến tăng trưởng kinh tế ở Iran thông qua thử nghiệm đồng liên kết Johansen (sử dụng dữ liệu chuỗi thời gian 1965–2005) đồng thời nghiên cứu các yếu tố quyết định tăng trưởng kinh tế. Chỉ số tự do hoá tài chính được đại diện bởi chỉ số áp chế tài chính bao gồm kiểm soát lãi suất, dự trữ bắt buộc và tín dụng chỉ định nhân với -1. Kết quả cho thấy tự do hoá tài chính có tác động tích cực và ý nghĩa thống kê đến tăng trưởng kinh tế khi đo bằng tổng sản phẩm quốc nội ở Iran. Những phát hiện này cung cấp thêm bằng chứng cho lập luận của Mckinnon (1973) và Shaw (1973); tự do hoá tài chính có thể thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bằng cách tăng đầu tư và năng suất.

Bashar & Khan (2007) đánh giá tác động của tự do hoá tài chính lên tăng trưởng kinh tế của Bangladesh bằng cách phân tích dữ liệu từ quý I/1974-quý II/2002 thông qua thông qua sử dụng đồng liên kết và ECM. Các biến được sử dụng là vốn trên GDP, tổng đầu tư như một phần của GDP, lực lượng lao động như một phần của dân số, đăng ký học trung học, chỉ số mở cửa thương mại, lãi suất thực tế và dòng vốn ròng. Kết quả thực nghiệm cho thấy hệ số của biến số chính sách tự do hoá tài chính (lãi suất thực) là tiêu cực và có ý nghĩa, hàm ý tự do hoá tài chính tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế của Bangladesh.

Boyd & cộng sự (2001) kiểm tra dữ liệu trung bình 5 năm của tín dụng ngân hàng khu vực tư nhân, khối lượng các khoản nợ hiện hữu, vốn hoá thị trường cổ phiếu và khối lượng giao dịch (tất cả là tỉ lệ so với GDP) và lạm phát giai đoạn 1960–1995 và phát hiện, với mức giá thấp đến trung bình của lạm phát, bất kì sự gia tăng tỉ lệ lạm phát dẫn đến khối lượng thấp hơn đáng kể của tín dụng ngân hàng cho khu vực tư nhân, cấp độ cao hơn các khoản nợ ngân hàng, và mức giảm đáng kể giá trị vốn hoá thị trường cổ phiếu và khối lượng giao dịch.

Munir, Awa, & Hussain (2010) nghiên cứu tại Pakistan đã kiểm tra mối quan hệ ngắn hạn và dài hạn trong đầu tư tiết kiệm, lãi suất thực tế trên tiền gửi ngân hàng và tín dụng

ngân hàng cho khu vực tư nhân, cùng với tác động của tự do hoá tài chính lên các biến kinh tế vĩ mô quan trọng cho giai đoạn 1973–2007. Phát hiện của các tác giả này cho thấy tự do hoá tài chính không có tác động tích cực đối với tín dụng tư nhân và đầu tư tư nhân vì lãi suất thực âm trong một số năm do tình hình lạm phát cao ở Pakistan. Achy (2012) tiến hành phân tích hồi quy xuyên quốc gia để kiểm tra tác động của tự do hoá tài chính lên tiết kiệm, đầu tư và tăng trưởng kinh tế với mẫu của 5 quốc gia MENA (Ai Cập, Jordan, Morocco, Tunisia và Thổ Nhĩ Kỳ) giai đoạn 1970–1998. Nghiên cứu cho thấy tự do hoá tài chính là phù hợp với quan điểm của Keynes và kẻ thù của sự phát triển tài chính.

Ozdemir & Erbril (2008) điều tra tác động của tự do hoá tài chính đối với tăng trưởng kinh tế tại 10 quốc gia Liên minh châu Âu mới và Thổ Nhĩ Kỳ giai đoạn 1995–2007. Sử dụng phương pháp OLS, Ozdemir & Erbril làm rõ mối quan hệ giữa tăng trưởng dài hạn và một số chỉ tiêu tự do hoá tài chính trong đó khẳng định các dự đoán của lý thuyết tăng trưởng mới. Phát hiện Ozdemir & Erbril nhận thức được tự do hoá tài chính như một công cụ chính sách để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Fowowe (2004) sử dụng dữ liệu bảng để đánh giá hiệu quả của chính sách tự do hoá tài chính đến tăng trưởng của 19 quốc gia trong tiểu Sahara châu Phi giai đoạn 1978–2000 ; hai chỉ số, một biến giả cho tự do hoá tài chính (0 trước khi tự do hoá và 1 sau tự do hoá). Các biến kiểm soát được thu nhập ban đầu tính trên bình quân đầu người, đầu tư, tuổi thọ, mức độ cởi mở, và tỉ lệ dịch vụ nợ. Nghiên cứu sử dụng phương pháp hiệu ứng cố định và dữ liệu bảng động, phương pháp OLS và hiệu ứng ngẫu nhiên để đánh giá độ nhạy của các kết quả. Các ước tính cho thấy mối quan hệ tích cực giữa tăng trưởng kinh tế và chính sách tự do hoá tài chính.

Adam (2011) nghiên cứu tác động công khai tài chính của Ghana gây ra sự tăng trưởng về đói nghèo bằng cách sử dụng thử nghiệm Co-Johansen tích hợp và thử nghiệm Granger - nhân quả. Nghiên cứu được giới hạn trong khoảng thời gian 1970–2007. Chỉ số mức sống chuẩn hàng năm (SLI) đại diện cho sự nghèo đói và chỉ số tự do hoá tài chính được sử dụng để phân tích thành phần chính (PCA). Kết quả cho thấy có mối quan hệ tích cực giữa tăng trưởng và mức sống, mặc dù nó không cân xứng.

Nair (2004) xem xét tác động của các biện pháp tự do hoá khu vực tài chính đến tỉ lệ tiết kiệm hộ gia đình. Nghiên cứu cho giai đoạn 1970–2000, tác giả phát hiện chỉ số tự do hoá tài chính có tác động tiêu cực đến tỉ lệ tiết kiệm hộ gia đình do sự sẵn có tín dụng gia tăng là kết quả của tự do hoá tài chính dẫn đến tăng tiêu thụ chứ không phải là

tiết kiệm. Bằng chứng từ nghiên cứu này cung cấp tham số để vô hiệu hoá các giả thuyết McKinnon - Shaw.

Obamuyi (2009), trong một cuộc điều tra để thiết lập mối quan hệ giữa lãi suất và tăng trưởng kinh tế ở Nigeria, sử dụng phân tích chuỗi thời gian và dữ liệu hàng năm từ năm 1970-2006 cho thấy lãi suất cho vay thực tế có tác động đáng kể vào tăng trưởng kinh tế. Odhiambo (2009) kiểm định đồng liên kết và ECM tìm thấy bằng chứng cho các tác động của cải cách lãi suất lên phát triển tài chính Nam Phi. Tuy nhiên, trái ngược với kết quả của một số nghiên cứu trước đây, nghiên cứu này chỉ ra sự phát triển tài chính (cụ thể là kết quả của cải cách lãi suất) không tạo nên đầu tư và tăng trưởng kinh tế.

Nhìn chung, các nghiên cứu trước đây về tự do hoá tài chính đều cho ra những kết quả không đồng nhất, có những nghiên cứu cho thấy quá trình tự do hoá tài chính tác động đến các biến số vĩ mô trong nền kinh tế; các bằng chứng này thể hiện khá rõ nét ở nhóm nước phát triển, nhưng cũng có một số các nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra điều ngược lại, đặc biệt là các nghiên cứu ở các nước kém phát triển hoặc đang phát triển như Nigeria, Bangladesh, v.v..

3. Dữ liệu nghiên cứu

Tác giả tiến hành thu thập dữ liệu bao gồm các số liệu vĩ mô theo chuỗi thời gian trong giai đoạn từ quý I/1993 đến quý IV/2013 phục vụ cho phân tích; từ đó đưa ra những kết luận về mối quan hệ giữa tự do hoá tài chính và tăng trưởng kinh tế ở VN. Nguồn dữ liệu tác giả sử dụng lấy từ IMF, Tổng cục Thống kê, Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Ngân hàng Nhà nước VN.

4. Phương pháp nghiên cứu

Dựa trên kết quả các nghiên cứu thực nghiệm trước đây, mô hình hiệu chỉnh sai số véctor (VECM) được đề xuất để nghiên cứu mối quan hệ giữa tự do hoá tài chính đến tăng trưởng kinh tế.

4.1. Phương pháp VECM

$$\Delta X_t = \mu + \psi_1 \Delta X_{t-1} + \psi_2 \Delta X_{t-2} + \dots + \psi_p \Delta X_{t-p} + \Pi X_{t-1} + \varepsilon_t$$

Trong đó: X là véctor các biến số;

$$\Delta X_{t-p} = X_{t-p} - X_{t-p-1};$$

p là độ trễ tối ưu;

μ là vectơ hệ số chặn;

ψ_{t-p} là vectơ hệ số của sai phân nhất ở độ trễ p ;

Π là ma trận hệ số đồng tích hợp, hạng của ma trận; và

ε_t là vectơ sai số.

Kiểm định quan hệ nhân quả Granger cho phép xác định các mối quan hệ nhân quả giữa các biến; theo Granger (1969), quan hệ nhân quả xảy ra khi một biến cụ thể trong hiện tại hay quá khứ có thể dự báo được các giá trị tương lai của một biến khác.

Kiểm định phản ứng đẩy cho thấy tác động của các cú sốc độc lập đến các biến khác như thế nào trên toàn bộ tiến trình theo thời gian. Qua đó phát hiện các mối quan hệ động theo thời gian của các biến được đưa vào mô hình nghiên cứu.

Tiến hành điều chỉnh các biến nội sinh theo thời gian, sau một cú sốc giả định trong thời gian t . Việc điều chỉnh này được so sánh với quá trình chuỗi thời gian mà không có một cú sốc, tức là quá trình thực tế. Các chuỗi phản ứng đẩy chính là khác biệt cốt yếu giữa hai chuỗi thời gian này.

Quá trình phân rã phương sai là sự thay thế phản ứng đẩy nhằm có một cái nhìn tổng quan về cấu trúc động của mô hình VAR. Ngược lại với phản ứng đẩy, nhiệm vụ của phân rã phương sai nhằm đạt được sự thông gọn về khả năng dự báo. Mục đích của phân rã là để giám sự không chắc chắn trong một phương trình tới phương sai của sai số trong tất cả các phương trình, đồng thời để đánh giá về khả năng dự báo của các biến trong mô hình đối với biến cần nghiên cứu.

Tác giả sử dụng mô hình vectơ hiệu chỉnh sai số (VECM) nhằm xem xét mối quan hệ dài hạn giữa các biến số đại diện cho tự do hoá kinh tế và phát triển tài chính ở VN.

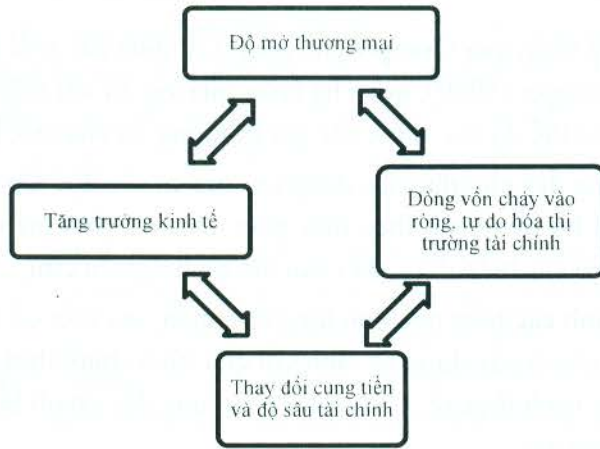
4.2. Mô hình nghiên cứu

Tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu như sau để đánh giá tác động của tự do hoá tài chính đến tăng trưởng kinh tế ở VN:

$$GGDP = f(\text{Open}, \text{Capitalinflow}, \text{M2GDP})$$

Như đã trình bày ở phần 1, tác giả xây dựng mô hình nghiên cứu dựa trên kênh truyền dẫn thông qua độ mở thương mại của Zingales (2003) và tác động của quá trình tự do hoá dòng vốn đến tăng trưởng thông qua mô hình cổ điển của Solow (1956). Trong đó, việc kết hợp giữa cạnh tranh nước ngoài và tự do hoá dòng vốn là động lực đưa các tổ

chức tài chính đến mức phát triển tài chính cao hơn. Điều này làm gia tăng hiệu quả của các định chế tài chính và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Đồng thời, Haggard & Maxfield (1993) lập luận mở cửa thương mại là điều kiện tiên quyết để loại bỏ kiểm soát vốn nhằm thúc đẩy tăng trưởng; chính vì thế, tác giả đề xuất xây dựng cơ chế truyền dẫn của tự do hoá tài chính đến tăng trưởng như sau:



Hình 3. Cơ chế truyền dẫn của tự do hoá tài chính đến tăng trưởng kinh tế

- *Tự do hoá thị trường tài chính:* Được xác định bởi nguồn vốn chảy vào VN rông (Capital Inflow) để đánh giá khía cạnh thực tế của tự do hoá tài chính dưới góc độ bãi bỏ các quy định kiểm soát vốn và khuyến khích đầu tư nước ngoài của Chính phủ, bao gồm tổng luồng vốn chảy vào nền kinh tế như FDI, ODA, FPI, kiều hối và các nguồn chuyển giao tài chính khác. McKinnon & Shaw (1973) cho rằng tự do hoá thị trường tài chính được xem như việc gỡ bỏ các quy định, kiểm soát của chính phủ trên thị trường tài chính. Điều này hàm ý không chỉ có khu vực công được tham gia, mà còn có sự góp mặt của khu vực tư và các nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường tài chính, đồng thời các chủ thể tham gia đều được đối xử bình đẳng trên thị trường, việc gỡ bỏ các quy định hạn chế dòng vốn nước ngoài, hay đề ra các chính sách khuyến khích đầu tư sẽ thúc đẩy quá trình tự do hoá các dòng vốn trên thị trường tài chính, giúp nền kinh tế huy động thêm được nguồn lực từ bên ngoài và thúc đẩy tăng trưởng; tuy nhiên, điều này có được thường theo sau quá trình mở cửa thương mại của các quốc gia.

Tự do hoá thương mại: Độ mở thương mại, được xác định bằng tổng kim ngạch xuất nhập khẩu trên GDP nhằm đánh giá mức độ mở cửa thương mại của nền kinh tế, việc

gỡ bỏ các hàng rào thuế quan và phi thuế quan sẽ khuyến khích mở cửa thương mại, giúp hàng hoá được lưu thông tốt hơn, quá trình này bản thân nó sẽ thúc đẩy tự do hoá dòng vốn ở các quốc gia (Haggard & Maxfield, 1993).

Phát triển tài chính hay tự do hoá dịch vụ tài chính: Độ sâu tài chính được xác định bằng cách lấy cung tiền/GDP, biến phát triển tài chính hay tự do hoá dịch vụ tài chính là biến trung gian chịu tác động trực tiếp từ các biện pháp tự do hoá tài chính của chính phủ. Các biện pháp này nhằm điều tiết nền kinh tế vĩ mô khi có sự thay đổi về dòng vốn chu chuyển cũng như việc tiếp nhận chuyển giao công nghệ sẽ thúc đẩy các định chế tài chính phát huy vai trò của nó hiệu quả hơn và góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế (Arestis & Caner, 2005).

Biến tăng trưởng kinh tế: Tốc độ tăng trưởng GDP là biến số đại diện cho tăng trưởng kinh tế ở hầu hết các nghiên cứu trước đó về tự do hoá tài chính, nhằm đánh giá quá trình tự do hoá tài chính đến tăng trưởng kinh tế ở quốc gia trong ngắn hạn và dài hạn.

Bảng 1

Các biến trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Kí hiệu	Công thức tính	Nguồn dữ liệu
Nguồn vốn đầu tư nước ngoài	Capinflowlog	$FDI + ODA + FPI + \text{kiều hội} + \text{các nguồn vốn chuyển giao chính thức}$	IMF, Bộ Kế hoạch và Đầu tư
Độ mở của nền kinh tế	OPenlosm	$(\text{Import} + \text{Export}) / \text{GDP}$	IMF, Bộ Công thương
Độ sâu tài chính	M2GDPLSM	$M2 / \text{GDP}$	IMF, NHNN VN
GDP growth	GDPGLOSM	$(\text{GDP}_t - \text{GDP}_{t-1}) / \text{GDP}_{t-1}$	IMF, Tổng cục Thống kê

Bảng 2

Bảng thống kê mô tả các biến trong mô hình

	OPENLOSM	CAPINFLOWLOG	GDPGLOSM	M2GDPLSM
Mean	-9,834124	-0,682002	-0,159705	1,175786
Median	-9,760412	-0,815714	-0,207180	1,293588
Maximum	-9,107328	1,123955	0,375701	2,459814

	OPENLOSM	CAPINFLOWLOG	GDPGLOSM	M2GDPLSM
Minimum	-10,59166	-1,897120	-0,551661	-0,038244
Std. Dev.	0,438206	0,719726	0,229183	0,767492
Skewness	-0,242892	0,795077	0,462215	-0,043854
Kurtosis	1,989171	3,113560	2,488304	1,744159
Jarque-Bera	2,725150	5,506556	2,418878	3,433796
Probability	0,256001	0,063719	0,298365	0,179623
Sum	-511,3744	-35,46413	-8,304668	61,14087
Sum Sq. Dev.	9,793232	26,41829	2,678765	30,04126
Observations	52	52	52	52

Tất cả các biến đều đã được điều chỉnh hệ số mùa vụ bằng công cụ Cenus X12.

5. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm

Trong nghiên cứu này, tác giả tiến hành loại bỏ xu hướng và tính mùa vụ của chuỗi dữ liệu, sau đó sử dụng phương pháp nghiệm đơn vị của Dickey - Fuller để xem xét tính dừng của chuỗi dữ liệu.

Bảng 3

Kết quả kiểm định tính dừng

		ADF
Chuỗi gốc	GDPGLOSM	0,9886*
	CAPINFLOWLOG	0,3671
	OPENLOSM	0,0000
	M2GDPLSM	0,0043
Sai phân bậc 1	GDPGLOSM	0,0304*
	CAPINFLOWLOG	0,0000
		p-value

* có xu hướng và có hệ số chặn

Sau khi đã xác định được tính dừng của các biến, tác giả tiến hành kiểm định đồng liên kết của các biến trong mô hình theo giá trị thống kê Trace và Max-Eigen.

Bảng 4

Kiểm định đồng liên kết

Giả thuyết H_0	Giá trị thống kê Trace	Giá trị thống kê Max-Eigen
Không có đồng liên kết	115,1102 (0,0000)	60,3593 (0,0000)
Có tối đa 1 đồng liên kết	54,7419 (0,0000)	36,7778 (0,0000)
Có tối đa 2 đồng liên kết	17,9678 (0,0208)	14,12695 (0,0525)
Có tối đa 3 đồng liên kết	3,836810 (0,0501)	3,836810 (0,0501)

So sánh giá trị thống kê Trace và giá trị thống kê Max-Eigen với giá trị tới hạn tại mức ý nghĩa 5% dẫn đến giả thiết H_0 : *Không có mối quan hệ đồng liên kết giữa tăng trưởng GDP và các biến giải thích* bị bác bỏ. Và kiểm định chỉ ra là có tối đa 3 phương trình đồng liên kết với mức ý nghĩa 5% hay là có tối đa 3 vectơ đồng liên kết.

Bảng 5

Mối quan hệ đồng liên kết với các thành phần điều chỉnh sai số

	Model
	Co-Integrating vector
GDPG	1
CAPITALINFLOW	0,03271
OPENLOSM	-0,7550
M2GDP	-0,0075
Short-run adjustments to long-run equilibrium (Biến phụ thuộc: GDPG)	
α_{11}	-0,4317

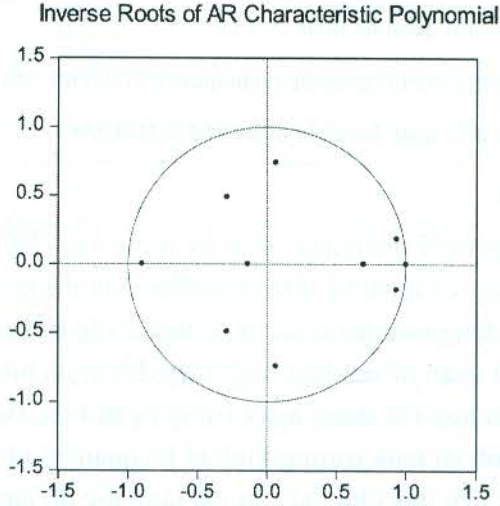
Các biến số trong mô hình đồng liên kết đều có ý nghĩa thống kê.



Ở Bảng 5, tác giả trình bày phương trình vectơ đồng liên kết và sự điều chỉnh ngắn hạn để trở về trạng thái cân bằng dài hạn của mô hình VECM. Bằng cách cho hệ số của GDP bằng 1, tác giả đạt được mối quan hệ dài hạn của tăng trưởng kinh tế với các biến đại diện cho quá trình tự do hoá. Tác giả tìm thấy bằng chứng về mối liên hệ dài hạn tích cực của các biến tự do hoá này đến tăng trưởng kinh tế ở VN. Điều đó chỉ ra việc gỡ bỏ các rào cản về tự do hoá và gia tăng độ sâu tài chính có tác động tích cực trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế ở các thị trường mới nổi như VN; kết quả này đồng nhất với phát hiện của Ozdemir & Erbril (2008), và Obamuyi (2009). Quá trình tự do hoá các dịch vụ tài chính trong thời gian qua được thể hiện thông qua việc Chính phủ nới lỏng các biện pháp kiểm soát dòng vốn, cho phép đầu tư nước ngoài vào lĩnh vực tài chính, và gia tăng tỉ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đối với các tổ chức tín dụng ở VN. Bên cạnh đó, cho phép thành lập các tổ chức tín dụng 100% vốn đầu tư nước ngoài ở VN, giúp cho hệ thống tài chính hoạt động hiệu quả hơn, gia tăng tính cạnh tranh và thúc đẩy phát triển các dịch vụ tài chính hiện đại thông qua quá trình chuyển giao công nghệ và kỹ thuật; điều này làm gia tăng độ sâu tài chính thông qua chỉ số M2/GDP và tác động đến tăng trưởng kinh tế trong dài hạn. Tác động tích cực của việc tự do hoá dịch vụ tài chính đến tăng trưởng là một tín hiệu đáng mừng khi các chính sách của Chính phủ trong việc tự do hoá dịch vụ tài chính trong thời gian qua đã phát huy được tác dụng, và hỗ trợ tốt cho quá trình hội nhập ngày càng sâu rộng của nền kinh tế. Bên cạnh đó, việc tự do hoá các dịch vụ tài chính thông qua gỡ bỏ các biện pháp kiểm soát hành chính của khu vực tài chính, làm gia tăng độ sâu tài chính và góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong dài hạn ở VN.

Tuy nhiên, tác giả còn tìm thấy mối quan hệ ngược chiều giữa luồng vốn chảy vào rông và tăng trưởng kinh tế ở VN, điều này cũng phù hợp với các nghiên cứu trước khi đa số kết quả cho thấy luồng vốn đầu tư nước ngoài chỉ tác động cùng chiều với tăng trưởng kinh tế ở các quốc gia đã phát triển. Nguyên nhân là do ở các nền kinh tế mới nổi, đa phần nguồn vốn đầu tư chảy vào các ngành gây tác hại xấu đến môi trường như công nghiệp nặng, hoá chất, những ngành phụ thuộc vào nhà thầu nước ngoài, không nhận chuyển giao công nghệ, thậm chí người vận hành. Chính điều này đã ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế bền vững. Sự phát triển những ngành này làm ảnh hưởng đến môi trường đầu tư cũng như môi trường sinh thái của quốc gia, khiến các ngành kinh tế khác bị ảnh hưởng như nông lâm nghiệp, dịch vụ và du lịch, và gây tác động xấu đến thu hút đầu tư cũng như tăng trưởng kinh tế.

Kiểm tra độ ổn định của mô hình:



Hình 4. Đồ thị đơn vị AR

Đồ thị đơn vị AR cho thấy các chấm đều nằm trong vòng tròn đơn vị, cho thấy mô hình là phù hợp và độ ổn định của mô hình tốt.

Kiểm định quan hệ nhân quả Granger

Bảng 5

Kết quả kiểm định quan hệ nhân quả Granger sau VECM

	p_value	Chi ²
D(CAPINFLOWLOG) không có mối quan hệ nhân quả D(GDPGLOSM)	0,5231	1,2961
D(OPENLOSM) không có mối quan hệ nhân quả D(GDPGLOSM)	0,1117	4,3843
D(M2GDPLSM) không có mối quan hệ nhân quả D(GDPGLOSM)	0,1502	3,7911
D(OPENLOSM) không có mối quan hệ nhân quả D(CAPINFLOWLOG)	0,1101	4,4132
D(GDPGLOSM) không có mối quan hệ nhân quả D(CAPINFLOWLOG)	0,0412	6,3788
D(M2GDPLSM) không có mối quan hệ nhân quả D(CAPINFLOWLOG)	0,0402	6,4276
D(GDPGLOSM) không có mối quan hệ nhân quả D(OPENLOSM)	0,0000	20,529
D(CAPINFLOWLOG) không có mối quan hệ nhân quả D(OPENLOSM)	0,0144	8,4790
D(M2GDPLSM) không có mối quan hệ nhân quả D(OPENLOSM)	0,0000	20,199

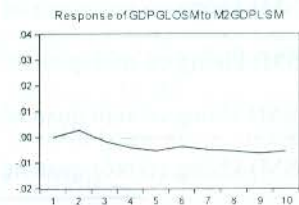
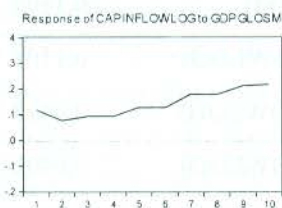
	p_value	Chi2
D(GDPGLOSM) không có mối quan hệ nhân quả D(M2GDPLSM)	0,0008	14,210
D(CAPINFLOWLOG) không có mối quan hệ nhân quả D(M2GDPLSM)	0,0112	8,9827
D(M2GDPLSM) không có mối quan hệ nhân quả D(M2GDPLSM)	0,0000	34,634

Nguồn: Tác giả tự tính toán

Kết quả kiểm định quan hệ nhân quả cho thấy trong ngắn hạn dường như các biến đại diện cho tự do hoá không có quan hệ nhân quả đến tăng trưởng kinh tế, điều này có thể được giải thích bởi tác động của quá trình tự do hoá có độ trễ tương đối lớn và chỉ có thể xác định thông qua mối quan hệ dài hạn, việc thay đổi một chính sách, đặc biệt là chính sách vĩ mô rất khó phát huy tác dụng ngay trong ngắn hạn. Bên cạnh đó, các biến đại diện cho độ sâu tài chính và tăng trưởng kinh tế có quan hệ nhân quả đến tự do hoá tài chính trong ngắn hạn. Điều này cho thấy sự gia tăng tốc độ tăng trưởng kinh tế và phát triển tài chính trở thành động lực thúc đẩy tiến trình tự do hoá tài chính ở VN diễn ra nhanh hơn trước các yêu cầu về hội nhập kinh tế và tài chính của các tổ chức mà VN là thành viên hoặc chuẩn bị tham gia như WTO, AEC hay TPP.

Ngoài ra, kết quả chỉ ra tồn tại mối quan hệ hai chiều giữa độ mở thương mại và độ sâu tài chính, và độ mở của tài khoản vốn đến độ sâu tài chính, qua đó cho thấy việc thiết lập kênh truyền dẫn của mô hình là hợp lí trong mối liên hệ tác động của các biến. Đồng thời việc mở cửa tài khoản vốn có tác động đến độ mở thương mại, điều này phù hợp với các nghiên cứu trước như Tornell, Westermann & Martinez (2004), Aizenman & Noy (2004).

Phân tích phản ứng đẩy





Hình 5. Đồ thị phân tích phản ứng đẩy

Nguồn: Tác giả tự tính toán

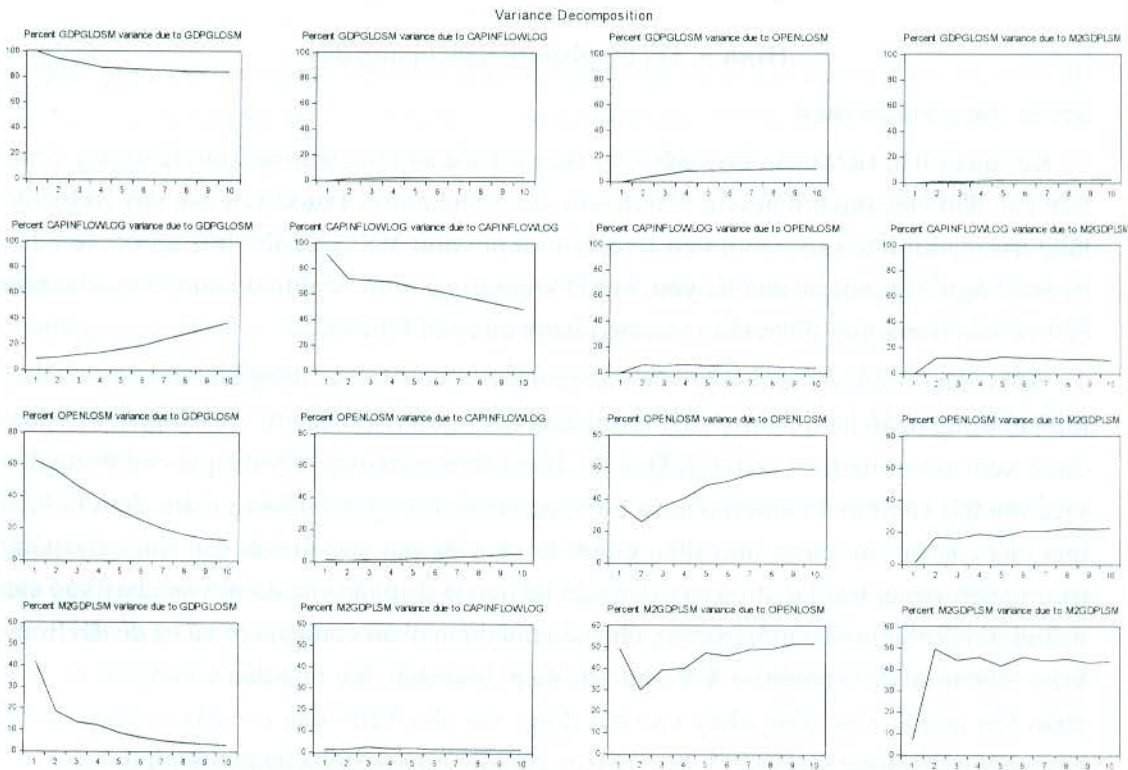
Kết quả phân tích phản ứng đẩy cho thấy cú sốc từ tăng trưởng kinh tế có tác động tích cực đến việc thu hút nguồn vốn đầu tư vào trong nước. Trước yêu cầu duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế cao ở một nền kinh tế mới nổi như VN, việc thu hút nguồn vốn đầu tư nước ngoài là một hệ quả tất yếu, vì tiết kiệm trong nước không đủ cung ứng cho nhu cầu về vốn trong giai đoạn tăng trưởng nhanh của nền kinh tế.

Bên cạnh đó, cú sốc từ nguồn vốn đầu tư nước ngoài cho tác động âm đến tăng trưởng kinh tế trong ngắn hạn, hàm ý chất lượng của các nguồn vốn đầu tư nước ngoài cần phải được xem xét trong thời gian tới. Qua đó, trong thời gian qua, VN đã quá chú trọng đến việc thu hút và khuyến khích đầu tư nước ngoài về lượng, mà không thăm định kỹ hiệu quả của các dự án, cũng như điều chỉnh dòng vốn vào các ngành cần thiết cho tăng trưởng bền vững; trái lại, điều này dẫn đến hệ quả là đa phần các dòng vốn chảy vào các ngành gây ô nhiễm cho môi trường, chủ yếu tận dụng nhân công giá rẻ và sự dễ dãi trong kiểm soát mức độ ô nhiễm ở VN như sắt, thép, hoá chất, lọc hoá dầu v.v. ngoài ra, một phần lớn nguồn vốn cũng chảy vào bất động sản như kênh đầu cơ, gây ra hiện tượng bong bóng bất động sản và ảnh hưởng tiêu cực đến sự ổn định của nền kinh tế.

Tương tự như việc mở cửa dòng vốn, việc mở cửa thương mại cũng có tác động âm đến tăng trưởng kinh tế trong ngắn hạn, qua đó làm rõ quá trình hội nhập kinh tế trong thời gian qua của VN chưa thực sự tốt, bằng chứng là tốc độ tăng trưởng kinh tế giảm sút, nhập siêu gia tăng khi độ mở thương mại tăng lên. Các doanh nghiệp trong nước đa số là các doanh nghiệp vừa và nhỏ, nguồn vốn lẫn trình độ khoa học công nghệ còn hạn chế, việc mở ra một sân chơi lớn, tạo ra thử thách không hề nhỏ đối với nền sản xuất nội địa khi vấp phải sự cạnh tranh gay gắt từ các tập đoàn đa quốc gia. Do đó, Chính phủ cần có những định hướng, chính sách khuyến khích nền công nghiệp trong nước, tiếp nhận chuyển giao công nghệ tiến tới làm chủ khoa học kỹ thuật và công nghệ để các doanh nghiệp VN nâng cao năng lực cạnh tranh khi bước vào sân chơi toàn cầu.

Ngoài ra, việc phát triển dịch vụ tài chính cũng không tác động nhiều đến tăng trưởng kinh tế trong ngắn hạn, khi quá trình chuyển giao vốn, công nghệ, và thay đổi các yếu tố đầu vào, đầu ra của khu vực tài chính cần một quá trình đủ dài để phát huy tác dụng đến tăng trưởng.

Phân tích phân rã phương sai



Hình 6. Kết quả phân tích phân rã phương sai

Nguồn: Tác giả tự tính toán

Kết quả phân tích phân rã phương sai cho thấy mức độ giải thích lẫn nhau của các biến nội sinh trong mô hình, trong đó tăng trưởng kinh tế giải thích được 20% sự thay đổi của độ mở nền kinh tế và gần 40% sự thay đổi của độ mở dòng vốn đầu tư từ chu kỳ thứ 10 trở đi. Điều này cho thấy quá trình tăng trưởng là động lực thúc đẩy cho quá trình tự do hoá thương mại và tài chính ở VN, trước nhu cầu bức thiết về vốn và trao đổi hàng hoá trong một nền kinh tế đang phát triển.

Ở chiều ngược lại, mức độ giải thích của độ mở nền kinh tế và độ mở của dòng vốn đầu tư nước ngoài đến tăng trưởng không cao, chỉ khoảng 10% từ chu kỳ thứ 10, điều

này cho thấy tác động của quá trình tự do hoá tài chính và thương mại chưa thực sự tác động lớn đến việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong ngắn hạn. Kết quả này đã được thảo luận tương tự ở phân tích quan hệ nhân quả Granger, khi quá trình tự do hoá cũng không tìm thấy tác động của nó trong ngắn hạn đến tăng trưởng.

Kết luận chung

Kết quả phân tích cho thấy tồn tại mối quan hệ về mặt dài hạn giữa tự do hoá thị trường tài chính và thương mại đến tăng trưởng kinh tế ở VN; tuy nhiên, mối quan hệ này lại không thực sự tốt đối với nền kinh tế, khi luồng vốn đầu tư nước ngoài có ảnh hưởng không tốt đến cân bằng tăng trưởng trong dài hạn. Bên cạnh đó, tự do hoá dịch vụ tài chính thông qua việc gia tăng tính cạnh tranh trong khu vực tài chính, tận dụng chuyển giao công nghệ, kỹ thuật trong ngành lại có tác dụng tích cực đến tăng trưởng kinh tế trong dài hạn. Qua đó làm rõ sự thay đổi về cấu trúc tài chính, lành mạnh hoá khu vực tài chính có tác động tích cực hơn sự thay đổi về lượng thông qua việc mở cửa thương mại và các dòng vốn trong thời gian qua.

Trong mối quan hệ ngắn hạn, kết quả kiểm định quan hệ nhân quả cho thấy sự gia tăng trong tốc độ tăng trưởng kinh tế và phát triển tài chính làm động lực thúc đẩy quá trình tự do hoá tài chính ở VN trong giai đoạn vừa qua. Kết quả phân tích phản ứng đẩy và phân rã phương sai cũng cho kết luận tương tự với mối quan hệ dài hạn khi độ mở thương mại và độ mở dòng vốn đều có ảnh hưởng âm đến tăng trưởng kinh tế. Trong khi chiều ngược lại cú sốc từ tăng trưởng mang lại sự thuận lợi cho tiến trình tự do hoá dòng vốn và tự do hoá thương mại ở VN như một yêu cầu bức thiết trong quá trình hội nhập để duy trì tốc độ tăng trưởng.

6. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Tự do hoá thị trường tài chính và các dịch vụ tài chính là xu thế tất yếu trong quá trình phát triển và hội nhập; tuy nhiên mặt trái của tự do hoá có thể làm gia tăng rủi ro, độ bất ổn của nền kinh tế, và bất kì sự chệch hướng trong cân bằng dài hạn nếu không được kiểm soát tốt bởi các biện pháp điều tiết thị trường của Chính phủ, cũng có thể tạo ra sự tăng trưởng không bền vững cho nền kinh tế. Chính vì thế, bên cạnh khuyến khích tự do hoá khu vực tài chính, Chính phủ cần có các biện pháp đối phó với sự bất ổn khi giảm thiểu các công cụ kiểm soát hành chính, đồng thời cần có lộ trình và quy hoạch cụ thể cho quá trình hội nhập sâu rộng hệ thống tài chính, tránh những cú sốc cho nền kinh tế.

Kết quả nghiên cứu này đáng chú ý so với các nghiên cứu trước đây đó là tác động không thật sự tốt của tiến trình tự do hoá đến tăng trưởng trong giai đoạn vừa qua, điều này làm dấy lên mối quan ngại về sự sẵn sàng của nền công nghiệp trong nước trước xu thế hội nhập. Hội nhập tốt không phải là cứ mở cửa hoàn toàn mà không quan tâm đến nền công nghiệp và doanh nghiệp trong nước đã thực sự sẵn sàng cạnh tranh toàn cầu hay chưa. Khi nền công nghiệp trong nước và các doanh nghiệp còn non trẻ, sản xuất tiêu dùng phụ thuộc rất nhiều vào nước ngoài, thì việc mở cửa mà không có sự điều tiết phù hợp sẽ vô hình trung giúp cho các doanh nghiệp nước ngoài chiếm lợi thế và kiểm soát các ngành sản xuất trong nước, trong khi các doanh nghiệp nội địa không những không phát triển được ra thị trường thế giới mà còn thua ngay trên sân nhà. Chính vì thế, rất cần một cơ chế đánh giá và điều tiết quá trình hội nhập của Chính phủ để VN có thể tận dụng tốt nhất những ưu điểm cũng như hạn chế tối đa tác động tiêu cực của quá trình hội nhập đến nền kinh tế.

Ngoài ra, cần có quy hoạch cụ thể và xây dựng cơ chế nhằm khuyến khích các nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào các ngành có vai trò quan trọng trong tăng trưởng kinh tế bền vững như công nghệ thông tin, các ngành công nghệ cao nhằm tranh thủ chuyển giao công nghệ và kỹ thuật tiên tiến. Hạn chế hoặc cấm đầu tư vào các ngành gây ô nhiễm môi trường, sinh thái như khai thác tài nguyên, khoáng sản, hoá chất, thép, v.v. hướng tới phát triển xanh và bền vững ■

Tài liệu tham khảo

- Achy, L. (2012). Financial liberalization, saving, investment and growth in MENA countries. *Forthcoming in Middle-East Economics*, 1(12), 16-28.
- Adam, M. A. (2011). Financial openness induced growth and poverty reduction. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 5(1), 75-86.
- Ahmed (2012). Effects of financial liberalization on financial market development and economic performance of the SSA region: An empirical assessment. *Economic Modelling*, 30, 261-273.
- Aizeman, J., & Noy, I. (2004). Endogenous financial and trade openness. *NBER*, working paper No. *10496.
- Akpan, D. B. (2004). Financial liberalization and endogenous growth: The case of Nigeria. *African Institute for Economic Development and Planning, Dakar*.
- Arestis, P. (2005). *Financial liberalisation and the relationship between finance and growth*. University of Cambridge, CEPP working paper 05/05.

- Banam, K. C. (2010). Impact of financial liberalization on economic growth in Iran: An empirical investigation. *Middle Eastern Finance and Economics*, 7, 6-37.
- Bashar, O., & Khan, H. (2007). Liberalization and growth: An econometric study of Bangladesh. *U21 Global Working Paper No.001/2007, February*.
- Boyd, J. H, Levine, R., & Smith, B. D., (2001). The impact of inflation on financial sector performance. *Journal of Monetary Economics*, 47, 221-248.
- Chandrasekhar, C. P. (2004). *Financial liberalization and the macroeconomics of poverty reduction*. Draft thematic summary on financial liberalization for the Asia-Pacific program on the macroeconomics of poverty reduction.
- Do, Q. T., & Levchenko, A. A. (2007). Comparative advantage, demand for external finance, and financial development. *Journal of Financial Economics*, 86(2007) 796-834.
- Fowowe, B. (2004). Financial liberalization policies and economic growth: Panel data evidence from Sub-Saharan Africa. *Paper presented at the CSAE conference 2004*, 21-22
- Johnston, R. B., & Sandararajan, V. (1999). *Sequencing financial sector reforms, country experiences and issues*. International Monetary Fund, Washington D.C.
- Journal of Economics*, 70, 65-94.
- Kasekende, L., & Atingi-Ego, M. (2003). Financial liberalization and its implication for the domestic financial system: The case of Uganda. *Nairobi International Journal of Economics and Management Sciences*, 1(12) 16-28.
- McKinnon, R. I. (1973). *Money and capital in economic development*. Washington DC: Brookings Institution.
- Munir, R., Awan, R. U. & Hussain, Z. (2010). Investment, savings interest rate and bank credit to the private sector nexus in Pakistan. *International Journal of Marketing Studies*, 2(1), 140-146.
- Nair, L. R. (2004). Financial sector liberalization and household savings in India. *Indian Institute of Capital Markets 9th Capital Markets Conference Paper*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=876879> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.876879>.
- Obamuyi, T. M. (2009). An investigation of the relationship between interest rates and economic growth in Nigeria, 1970-2006. *Journal of Economics and International Finance*, 1(4), 93-98.
- Odhiambo, N. M. (2009). Interest rate reforms, financial deepening and economic growth in Kenya: An Empirical Investigation. *The Journal of Developing Areas*, 43(1), 295-313.
- Okpara, G. C. (2010). The effect of financial liberalization on selected macroeconomic variables: Lesson from Nigeria. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 4(2), 53-61.
- Ozdemir, D., & Erbil, C. (2008). Does financial liberalization trigger long-run economic growth? Evidence from Turkey and other recent EU members. *Paper prepared for the EcoMod International Conference on Policy Modelling, July(2-4)*, 1-9.

- Rajan, R. G., & Zingales, L. (2003). The great reversals: The politics of financial development in the twentieth century. *Journal of Financial Economics*, 69(2003), 5-50.
- Rejeb, A. B. & Boughrara, A. (2013). Financial liberalization and stock markets efficiency: New evidence from emerging economies. *Emerging Markets Review*, 17, 186-208.
- Roseline, N. M., & Esman, M. N. (2011). Financial liberalization, financial fragility and economic growth in Sub-Saharan Africa. *Journal of Financial Stability*, 8(3), 150-160.
- Saoussen, B. G. (2008). Does financial liberalization matter for emerging East Asian economies growth? Some new evidence. *International Review of Economics and Finance*, 18(3), 392-403.
- Shaw, E. (1973). Financial deepening in economic development. *Finafrica Bulletin*, 2(3), 112-114.
- Solow, R. M. (1956). A contribution to the theory of economic growth. *Quarterly Journal of Economic*, 70(1), 65-94.
- Solow, R. M. (2000). *Growth theory: An exposition*. Oxford University Press in Solow, Robert M. (2001). Applying growth theory across countries. *World Bank Economic Review*, 15(2), 283-288.
- Sulaiman, L. A. , Oke, M. O., & Azeez, B. A. (2012). Effect of financial liberalization on economic growth in developing countries: The Nigerian experience. *International Journal of Economics and Management Sciences*, 1(12), 16-28.
- Tokat, E. (2005). The impact of financial liberalization on macroeconomic variables: A two - country analysis. *İktisat İşletme ve Finans*, 22(261), 5-21.