

# CHẤT LƯỢNG THỂ CHẾ VÀ PHÁT TRIỂN TÀI CHÍNH: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TẠI CÁC QUỐC GIA ĐANG PHÁT TRIỂN TẠI CHÂU Á

*QUALITY OF INSTITUTIONS AND FINANCIAL DEVELOPMENT:*

*EVIDENCE FROM DEVELOPING ASIAN COUNTRIES*

*Nguyễn Thị Mỹ Linh*

Ngày nhận: 24/7/2018

Ngày nhận bản sửa: 7/9/2018

Ngày đăng: 5/12/2018

## Tóm tắt

Các nghiên cứu về phát triển tài chính đã nhận định chất lượng thể chế là yếu tố tạo nên sự khác biệt về phát triển tài chính giữa các quốc gia. Bài viết này đánh giá tác động của tăng trưởng kinh tế, độ mở thương mại, độ mở tài chính và chất lượng thể chế đến phát triển tài chính tại các quốc gia đang phát triển ở châu Á bằng phương pháp thực nghiệm. Bài viết sử dụng kỹ thuật ước lượng GMM cho dữ liệu bảng từ 18 quốc gia trong giai đoạn 2000–2015. Kết quả nghiên cứu cho thấy tăng trưởng kinh tế và độ mở thương mại có tác động âm có ý nghĩa tới phát triển tài chính. Trong khi đó độ mở tài chính không có ý nghĩa thống kê. Đặc biệt giữa chất lượng thể chế và phát triển tài chính tồn tại mối quan hệ phi tuyến có hình chữ U. Các phát hiện này đưa đến một số hàm ý chính sách cho Chính phủ các quốc gia đang phát triển tại khu vực này. *Từ khóa:* Chất lượng thể chế, phát triển tài chính, GMM.

## Abstract

Recent studies of financial development have confirmed that the quality of institutions was the crucial element of financial development difference among various countries. This paper focus on investigating the effect of economic growth, trade openness, financial openness and institutional quality on financial development in developing Asian countries. Using Generalized Method of Moments (GMM) to analyse a panel data of 18 countries spanning from 2000 to 2015, we find that economic growth and trade openness have significantly negative influences on financial development. Meanwhile, financial openness has no statistical significance. Especially, there's U-shaped relationship between financial development and quality of institutions. Our results have several significant contributions to policy makers of these countries. *Keywords:* Quality of Institutions, financial development, GMM.

## 1. Giới thiệu

Các lý thuyết kinh tế tài chính trong những năm cuối thế kỷ 20 đầu thế kỷ 21 đã cho thấy tầm quan trọng ngày càng gia tăng của hệ thống

tài chính trong việc thúc đẩy tăng trưởng. Các lý  
thuyết đó cũng hướng tới việc cung cấp câu trả  
lời cho câu hỏi tại sao một số quốc gia lại phát  
triển tài chính hơn những quốc gia khác. Trong

1 Khoa Tài chính – Ngân hàng, Trường Đại học Tài chính –  
Marketing; Email: [nguyenhoalinh@gmail.com](mailto:nguyenhoalinh@gmail.com)

bối cảnh này, một sự hiểu biết sâu sắc hơn về nguồn gốc của sự phát triển thị trường tài chính ngày càng trở nên cần thiết hơn cho việc thiết kế các chính sách để thúc đẩy sự phát triển tài chính, bởi phát triển tài chính sẽ tạo điều kiện cho tăng trưởng kinh tế, mà các nghiên cứu thực nghiệm rộng rãi đã minh chứng.

Gần đây, một số lượng lớn các nghiên cứu đã xác định rằng phát triển tài chính thúc đẩy tăng trưởng và phát triển tài chính của một quốc gia liên quan đến các đặc điểm thể chế của nó, bao gồm khung pháp lý (Arestis và Demetriades, 1996). Claessens và Leaven (2003) chỉ ra rằng việc phân bổ tài sản được cải thiện do bảo vệ quyền sở hữu tài sản tốt hơn có ảnh hưởng đến tăng trưởng do nó làm gia tăng giá trị ngành nghề tương đương với sự cải thiện khả năng tiếp cận tài chính phát sinh từ sự phát triển tài chính mạnh mẽ hơn. Garretsen và cộng sự (2004) cũng chỉ ra rằng các tiêu chuẩn xã hội và văn hóa giúp giải thích sự khác biệt trong phát triển tài chính xuyên quốc gia. Demetriades và Andrianova (2004) cho rằng sức mạnh của các thể chế, như quy định tài chính và tuân thủ pháp luật, có thể quyết định sự thành công hay thất bại của cải cách tài chính. Chinn và Ito (2006) cho rằng các hệ thống tài chính có mức độ phát triển pháp lý/thể chế cao hơn thường có lợi ích nhiều hơn từ tự do hóa tài chính so với các hệ thống tài chính có mức độ phát triển thấp hơn. Như vậy thể chế mang một tầm ảnh hưởng nhất định đến phát triển tài chính. Theo đó, mục tiêu của nghiên cứu này là xem xét tác động của chất lượng thể chế đến phát triển tài chính dựa trên phân tích dữ liệu bảng thu thập cho các quốc gia đang phát triển tại Châu Á. Nghiên cứu sử dụng phương pháp ước lượng dữ liệu bảng động để ước lượng mối quan hệ tuyến tính và phi tuyến của các biến trong mô hình. Trong đó, thước đo chất lượng thể chế sử dụng trong

nghiên cứu được xây dựng bởi Kaufmann và cộng sự (2008) bao gồm một tập hợp các biến khác nhau, có thể đánh giá một cách đa chiều ảnh hưởng của chất lượng thể chế đến phát triển tài chính.

## 2. Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm

### 2.1. Cơ sở lý thuyết

Cơ sở lý luận giải thích cho sự phát triển tài chính xuất phát từ bốn giả thuyết bao gồm giả thuyết cung ứng vốn, giả thuyết luật và tài chính, giả thuyết mở cửa đồng bộ và giả thuyết thể chế kinh tế.

Giả thuyết cung ứng vốn (The endowment hypothesis) của Acemoglu và cộng sự (2001) xác nhận tầm quan trọng của một thể chế vững mạnh đến sự phát triển tài chính và cho rằng chất lượng thể chế khác nhau giữa các quốc gia là do sự thay đổi cung ứng vốn ban đầu. Nói một cách đơn giản, giả thuyết này cho rằng môi trường không thuận lợi do các cường quốc thuộc địa châu Âu gây ra trong nhiều thế kỷ ở quá khứ là nhân tố chính làm chậm lại sự thành lập các thể chế có thể thúc đẩy sự thịnh vượng trong dài hạn. Vì vậy, giả thuyết cho rằng các cường quốc thuộc địa châu Âu đã thành lập nên các thể chế khai thác không phù hợp, không tạo điều kiện thuận lợi cho tăng trưởng trong dài hạn.

Giả thuyết luật và tài chính (The law and finance hypothesis) của La Porta và cộng sự (1997) đưa ra ý tưởng về các hệ thống dựa trên nền tảng luật thông thường, có nguồn gốc từ luật pháp Anh là tốt hơn các hệ thống dựa trên luật dân sự cho sự phát triển của thị trường vốn. Điều này là bởi luật pháp Anh được hình thành để bảo vệ tài sản tư nhân từ Chính phủ các quốc gia quân chủ chuyên chế. Trong khi đó, luật pháp Pháp được phát triển với mục tiêu giải quyết tham nhũng của bộ máy tư pháp và gia tăng quyền lực của Nhà nước. Qua thời gian,



điều này cho thấy luật pháp Anh bảo vệ các nhà đầu tư nhỏ tốt hơn nhiều so với luật pháp Pháp, được cho rằng có lợi hơn cho sự phát triển của thị trường vốn.

Giả thuyết mở cửa đồng bộ (The simultaneous openness hypothesis) được đưa ra bởi Rajan và Zingales (2003) cho rằng các nhóm lợi ích, đặc biệt là những người giữ chức vụ trong ngành công nghiệp và tài chính thường bị mất đi ích lợi do phát triển tài chính, bởi mở cửa sẽ tạo ra cạnh tranh làm xói mòn đặc quyền của họ. Giả thuyết cho rằng sự kháng nghị của các cán bộ đương nhiệm sẽ trở nên yếu hơn khi nền kinh tế mở cửa cho cả dòng chảy thương mại và vốn. Do đó, sự mở cửa đồng bộ đối với tài khoản thương mại và vốn chính là chìa khóa cho sự phát triển tài chính thành công. Điều này không chỉ bởi vì độ mở thương mại và tài chính làm giới hạn khả năng của cán bộ đương nhiệm ngăn chặn sự phát triển của thị trường tài chính mà còn bởi những cơ hội mới được tạo ra từ mở cửa, làm sản sinh đủ lợi nhuận mới cho họ có giá trị hơn những ảnh hưởng tiêu cực của cạnh tranh gia tăng.

Giả thuyết thể chế kinh tế (The economic institutions hypothesis) gần nhất được đưa ra bởi Acemoglu và cộng sự (2004), được xây dựng trên giả thuyết cung ứng vốn, đề xuất về một khung kinh tế chính trị năng động mà trong đó sự khác biệt về kinh tế trong các thể chế kinh tế là nguyên nhân cơ bản dẫn tới sự phát triển kinh tế khác nhau. Các thể chế kinh tế trong đó xác định các động lực khuyến khích và kiềm hãm các chủ thể kinh tế. Các thể chế chính trị và phân phối thu nhập là các lực lượng động kết hợp với nhau hình thành nên các thể chế kinh tế và kết quả đầu ra. Các lập luận cho rằng tăng trưởng thúc đẩy các thể chế kinh tế khi các thể chế chính trị (i) phân bổ quyền lực cho các nhóm có lợi ích trong việc thực thi quyền sở

hữu tài sản rộng rãi, (ii) tạo ra các hạn chế hiệu quả đối với người nắm giữ quyền lực và khi có ít đặc lợi chiếm giữ bởi người cầm quyền.

Hai giả thuyết đầu nhấn mạnh yếu tố lịch sử bất biến theo thời gian có thể chỉ giải thích một phần nhất định cho sự thay đổi của phát triển tài chính xuyên quốc gia. Giả thuyết thứ ba và thứ tư có thể giải thích cho sự phát triển tài chính xuyên quốc gia và cả sự thay đổi của phát triển tài chính qua thời gian, bởi chúng đều có tính chất động, trong đó nhấn mạnh đến các yếu tố biến đổi qua thời gian. Mặc dù cả hai giả thuyết đều xác nhận tầm quan trọng của các tinh hoa chính trị, nhưng nó vẫn nhấn mạnh các cơ chế khác nhau của phát triển tài chính. Giả thuyết thứ ba nhấn mạnh tầm quan trọng của việc mở rộng tài khoản vãng lai và tài khoản vốn và như vậy mang đến một hàm ý chính sách đương đại rõ ràng. Giả thuyết thứ tư cho thấy mặc dù các cơ chế chính trị phức tạp có ở công sở (bao gồm cả xung đột xã hội phát sinh từ việc thay đổi lực lượng chính trị như sự gia tăng dân chủ đại chúng và những thay đổi trong phân phối thu nhập), nhưng giả thuyết thể chế kinh tế này đã cung cấp lập luận hữu ích giúp định hình cho phát triển kinh tế tại bất kỳ thời điểm nào.

## 2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm

Levine (2001) xem xét mối liên kết giữa môi trường pháp lý và phát triển tài chính, sau đó truy xuất mối liên kết này thông qua tăng trưởng kinh tế dài hạn. Thứ nhất nghiên cứu cho rằng môi trường pháp lý và luật lệ có vai trò quan trọng đối với phát triển tài chính. Các quốc gia với hệ thống pháp lý và quy định ưu tiên cho các chủ nợ nhận được giá trị hiện tại đầy đủ của các khoản cho vay đối với các tập đoàn, có chức năng trung gian tài chính tốt hơn các quốc gia nơi hệ thống pháp lý cung cấp sự hỗ trợ yếu ớt cho các chủ nợ. Thứ hai, kết quả thực nghiệm cho thấy rằng việc thực thi hợp

đồng là rất quan trọng quyết định đến sự phát triển tài chính. Các quốc gia áp đặt sự tuân thủ pháp luật một cách hiệu quả và thực thi các hợp đồng bao gồm cả những hợp đồng của Chính phủ có xu hướng phát triển các định chế tài chính trung gian tốt hơn nhiều so với các quốc gia mà việc tuân thủ lỏng lẻo hơn. Cuối cùng, nghiên cứu phát hiện ra rằng việc tiết lộ thông tin cũng đóng một vai trò quan trọng quyết định phát triển tài chính. Chẳng hạn tại các quốc gia nơi mà các công ty công bố báo cáo tài chính tương đối toàn diện và chính xác thì phát triển các trung gian tài chính tốt hơn các quốc gia mà việc công bố thông tin kém tin cậy hơn.

Baltagi và cộng sự (2007) cung cấp bằng chứng về đóng góp của độ mở thương mại và thể chế kinh tế đến phát triển tài chính khác nhau giữa các quốc gia cho các mẫu các quốc gia đang phát triển với khoảng thời gian nghiên cứu từ 1980–2003. Kết quả cho thấy cả hai yếu tố đều mang tác động quan trọng tiềm tàng đến các mức độ phát triển tài chính. Tuy nhiên độ mở thương mại có hiệu quả đáng kể hơn là độ mở tài chính trong việc thúc đẩy phát triển tài chính cho các quốc gia.

Law và Azman – Saini (2008) sử dụng phương pháp ước lượng GMM cho dữ liệu bảng động thu thập từ các quốc gia phát triển và đang phát triển và kết luận chất lượng thể chế làm gia tăng sự phát triển tài chính, đặc biệt là sự phát triển của khu vực ngân hàng trong đó chỉ tiêu tín dụng khu vực tư được sử dụng trong phân tích. Mặc dầu vậy một số dẫn xuất của thể chế có tầm ảnh hưởng hơn một số dẫn xuất còn lại. Đặc biệt, nghiên cứu phát hiện rằng tuân thủ pháp luật, sự ổn định chính trị và hiệu quả của Chính phủ đóng vai trò cơ bản đối với sự phát triển của khu vực ngân hàng. Bên cạnh đó, GDP thực bình quân đầu người cũng là yếu tố quyết định đến phát triển tài chính. Tuy nhiên

độ mở tài chính lại làm suy yếu sự phát triển của thị trường này. Trong sáu chỉ số phản ánh chất lượng thể chế, chỉ số chất lượng quản lý cho thấy tồn tại mối quan hệ có hình dạng chữ U với phát triển tài chính.

Như vậy các giả thuyết và nghiên cứu ngoài nước trên cho rằng tự do hóa tài chính, hệ thống pháp luật, nền kinh tế chính trị, độ mở thương mại là nguồn gốc của phát triển tài chính. Trong đó, tầm quan trọng của chất lượng thể chế đã thu hút sự chú ý của các nhà kinh tế trong nhiều lĩnh vực. North (1990) định nghĩa các thể chế là các ràng buộc do con người tạo ra nhằm để cấu trúc các tương tác chính trị, kinh tế và xã hội. Thể chế bao gồm các thể chế chính thức và phi chính thức. Thể chế chính thức là những ràng buộc được chế tài bởi Nhà nước như hiến pháp, luật, các qui định; thể chế phi chính thức là những ràng buộc không thuộc phạm vi chế tài của nhà nước như tập quán, qui tắc hành xử, văn hóa. Khi các quy tắc thay đổi liên tục hoặc không được tôn trọng, tham nhũng phổ biến, việc thực thi quy tắc còn mong manh hoặc khi quyền đối với tài sản không được xác định rõ ràng, thì đó vẫn đề về chất lượng thể chế. Vai trò của thể chế là làm giảm tính bất định và rủi ro của các giao dịch kinh tế, thúc đẩy phát triển kinh tế thông qua trao đổi, tăng kinh tế quy mô và tăng cường phân công lao động xã hội. Ảnh hưởng khác của thể chế lên tăng trưởng kinh tế là một cấu trúc thể chế sẽ tạo ra một cấu trúc khuyến khích nhất định, ảnh hưởng quyết định đến việc phân bổ tài nguyên theo hướng tốt hay xấu cho tăng trưởng kinh tế. Baumol (1990, 1993) cho rằng khi cơ cấu thể chế không khuyến khích tài năng kinh doanh sáng tạo mà chỉ khuyến khích tái phân phối, tìm kiếm đặc lợi thì tăng trưởng kinh tế sẽ thấp đi. Các vấn đề liên quan đến chất lượng thể chế dẫn đến sự gia tăng tính không chắc chắn, gửi tín hiệu gây



hiều làm đến thị trường, do đó ảnh hưởng đến năng suất và tăng trưởng kinh tế.

### 3. Mô hình nghiên cứu và phương pháp ước lượng

#### 3.1. Mô hình nghiên cứu

Trên cơ sở lý thuyết, nền tảng của các nghiên cứu trước và của Law và Saini (2008), mô hình thực nghiệm được thể hiện như sau:

$$(FD)_{it} = \beta_0 + \beta_1(FD)_{(it-1)} + \beta_2(GDPG)_{it} + \beta_3(INS)_{it} + \beta_4(TO)_{it} + \beta_5(FO)_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

Mối quan hệ giữa chất lượng thể chế và phát triển tài chính có thể là phi tuyến. Cải cách thể

$$(FD)_{it} = \beta_0 + \beta_1(FD)_{it-1} + \beta_2(GDPG)_{it} + \beta_3(INS)_{it} + \beta_4(INS_2)_{it} + \beta_5(TO)_{it} + \beta_6(FO)_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.2.)$$

với kỳ vọng  $\beta_3 < 0$  và  $\beta_4 > 0$ .

chế nhìn chung có tác động tích cực đến phát triển tài chính. Tuy nhiên độ lớn của tác động có thể thay đổi tùy thuộc vào mức độ của phát triển kinh tế. Nghiên cứu giả thiết rằng tác động của chất lượng thể chế đến phát triển tài chính là chưa rõ ràng tại mức phát triển thấp trong khi nó sẽ trở nên tích cực bởi tiến trình phát triển hay đây chính là mối quan hệ có hình dạng chữ U giữa hai yếu tố này. Để xem xét mối quan hệ phi tuyến trên, biến thể chế bình phương được đưa vào phương trình (3.1) và vì vậy mô hình hồi quy được viết lại như sau:

**Bảng 1. Mô tả biến và nguồn dữ liệu**

Ký hiệu biến	Mô tả	Nguồn
FD	Sự phát triển tài chính, đo bằng tín dụng nội địa được cung ứng bởi khu vực tài chính/GDP	World Development Indicator - WDI
GDPG	Tốc độ tăng trưởng GDP	WDI
INS	Chất lượng thể chế, sử dụng chỉ số đánh giá trong bộ chỉ số Quản trị công toàn cầu với giá trị xấp xỉ từ - 2,5 đến 2,5	World Governance Indicator – WGI
TO	Độ mở thương mại, bằng Xuất khẩu + Nhập khẩu/GDP	WDI
FO	Độ mở tài chính, sử dụng chỉ số Chinn – Ito	Chinn-Ito website

*Nguồn: Tác giả tổng hợp*

Dữ liệu được thu thập cho 18 quốc gia đang phát triển thuộc khu vực châu Á giai đoạn 2000–2015 bao gồm Việt Nam, Lào, Campuchia, Thái Lan, Malaysia, Indonesia, Philippines, Ấn Độ, Pakistan, Sri Lanka, Bangladesh, Trung Quốc, Armenia, Bhutan, Kyrgyz, Mông Cổ, Nepal, và Georgia. Trong đó, chỉ tiêu tín dụng nội địa được cung ứng bởi khu vực tài chính được sử dụng để đo lường mức độ phát triển tài chính của các quốc gia. Do tính chất nguồn dữ liệu có giới hạn số liệu không được cập nhật nên bài nghiên cứu chỉ sử dụng duy nhất chỉ tiêu này. Đây cũng là thước đo được sử dụng khá rộng rãi trong các nghiên cứu liên quan đến phát triển tài chính. Bên cạnh đó, chỉ tiêu đánh giá chất lượng thể chế sử dụng trong nghiên cứu là bộ chỉ số “Quản trị công toàn cầu” do

WB công bố với sáu biến đo lường gồm: tham nhũng; hiệu quả Chính phủ; ổn định chính trị; chất lượng quản lý; tuân thủ luật pháp; tiếng nói và trách nhiệm giải trình. Đây được xem là một đánh giá khá đầy đủ về chất lượng thể chế của một quốc gia và cũng được sử dụng trong nghiên cứu của Law và Saini (2008). Đối với chỉ số Chinn-Ito (Kaopen) là chỉ số đo mức độ mở tài khoản vốn của một quốc gia. Chỉ số này ban đầu được giới thiệu trong Chinn và Ito (Tạp chí Journal of Development Economics, 2006). Kaopen được xác định dựa trên các biến giả nhị phân mã hóa hạn chế về giao dịch tài chính xuyên biên giới được báo cáo trong Báo cáo thường niên của IMF về các thỏa thuận giao dịch và hạn chế giao dịch.





**3.2. Phương pháp ước lượng**

Bài viết sử dụng phương pháp ước lượng GMM do một số vấn đề sau đây có thể phát sinh và dẫn đến các kết quả ước lượng phương trình (3.1) bị chệch:

- (i) Do tính chất của các biến nghiên cứu đều là các biến số vĩ mô, thường có tác động hai chiều, ví dụ như biến GDPG có thể là biến nội sinh khi nó tác động tới phát triển tài chính và ngược lại phát triển tài chính cũng tác động tới phát triển kinh tế. Điều này cũng tương tự với biến FO. Vì thế, việc hồi qui các biến này có thể dẫn đến sự tương quan với sai số và một số biến khác có thể có những thuộc tính tương tự.
- (ii) Các đặc tính quốc gia, bất biến theo thời gian như là địa lý, văn hóa và nhân chủng học, có thể tương quan với các biến giải thích (các tác động cố định). Các tác động cố định này hiện diện trong đại lượng sai số của các phương trình thực nghiệm.
- (iii) Sự hiện diện của biến trễ của biến phụ thuộc

$FD_{it-1}$  đưa đến khả năng tự tương quan cao.

Các vấn đề nêu trên có thể khiến hồi qui OLS không nhất quán và ước lượng bị chệch, hay vấn đề nội sinh của các biến chưa thể xử lý triệt để bằng các phương pháp như FE, RE, 2SLS. Phương pháp hồi qui GMM sai phân được phát triển bởi Arellano và Bond (1991) có thể xử lý tốt hơn các vấn đề trên. Tính phù hợp của các biến công cụ trong ước lượng GMM sai phân dữ liệu bảng được đánh giá thông qua thống kê Sargan và thống kê Arellano-Bond. Kiểm định Sargan với giả thuyết  $H_0$ : biến công cụ có tính ngoại sinh, nghĩa là nó không tương quan với sai số. Vì thế p-value của thống kê Sargan càng lớn càng tốt. Kiểm định Arellano-Bond được dùng để phát hiện tự tương quan chuỗi ở sai phân bậc 1. Vì thế, kết quả kiểm định tương quan chuỗi bậc một AR(1) không cần quan tâm trong khi tự tương quan chuỗi bậc hai AR(2) được kiểm định dựa trên chuỗi sai phân bậc 1 của sai số để phát hiện hiện tượng tự tương quan bậc 1 của nó.

**4. Kết quả nghiên cứu và bàn luận**

**Bảng 2. Thống kê mô tả giá trị của các biến trong mô hình**

Các biến	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
FD	283	56.37612	42.37533	2.942829	193.4096
GDPG	288	6.121962	3.199587	-14.14999	17.92582
FO	288	-0.1772923	1.16868	-1.90359	2.374419
TO	288	86.15815	42.05665	26.27484	220.4073
COR	288	-0.5388194	0.5470128	-1.5	1.28
POS	288	-0.6288889	0.866287	-2.81	1.28
RUL	288	-0.4327431	0.4815948	-1.37	0.59
VOI	288	-0.5435417	0.6074961	-1.78	0.47
GEF	288	-0.2013889	0.5165398	-1.21	1.27
REG	288	-0.3154514	0.4845701	-1.41	1.29

Nguồn: Tính từ phần mềm Stata 12.0

*Ghi chú:* FD = Financial Development (Phát triển tài chính), GDPG = GDP Growth (Tăng trưởng GDP), FO = Financial Openness (Độ mở tài chính), TO = Trade Openness (Độ mở thương mại), COR = Control of Corruption (Kiểm soát tham nhũng), POS = Political Stability (Ổn định chính trị), RUL = Rule of Law (Tuân thủ pháp luật), VOI = Voice and Accountability (Tiếng nói và trách nhiệm), GEF = Government effectiveness (Hiệu quả Chính phủ), REG = Regulatory quality (Chất lượng quản lý)

**Bảng 3. Ma trận tương quan các biến trong mô hình nghiên cứu**

	FD	GDPG	FO	TO	COR	POS	RUL	VOI	GEF	REG
FD	1.0000									
GDPG	-0.0423	1.0000								
FO	-0.3367	0.0009	1.0000							
TO	0.2617	0.0212	0.2471	1.0000						
COR	0.3093	0.0598	-0.1025	0.2862	1.0000					
POS	0.0563	0.2388	0.2302	0.5479	0.4886	1.0000				
RUL	0.4341	0.0040	-0.0857	0.2863	0.8429	0.4082	1.0000			
VOI	-0.1451	-0.1461	0.2925	-0.0191	0.1796	-0.0871	0.3894	1.0000		
GEF	0.5292	-0.0222	-0.0081	0.4638	0.7572	0.3720	0.7705	0.1921	1.0000	
REG	0.3658	-0.0959	0.4001	0.4033	0.3840	0.1626	0.5269	0.3385	0.6621	1.0000

Nguồn: Tính từ phần mềm Stata 12.0

Bảng 2 thể hiện giá trị các biến trong mô hình nghiên cứu, qua đó tỷ lệ tín dụng nội địa được cung ứng bởi khu vực tài chính trung bình ở các quốc gia trong mẫu đạt giá trị dương 56.3. Chỉ số đánh giá chất lượng thể chế ở các quốc gia này còn thấp khi mà giá trị trung bình của các chỉ số đều mang dấu âm. Bảng 3 chỉ ra sự phát triển tài chính có tương quan nghịch với

GDPG, FO, VOI và có tương quan thuận với tất cả các biến còn lại trong mô hình. Điều này cho thấy đa số các biến thể chế thực sự có tương quan dương với phát triển tài chính. Tuy nhiên, kết quả với FO và VOI không như mong đợi theo lý thuyết tiêu chuẩn, dù vậy đây không phải là nghiên cứu đầu tiên có kết quả này.

**Bảng 4. Kết quả ước lượng GMM (Mô hình tuyến tính, phương trình 3.1)**

Các biến	Mô hình 1a	Mô hình 2a	Mô hình 3a	Mô hình 4a	Mô hình 5a	Mô hình 6a
FD (-1)	0.708*** (0.096)	0.643*** (0.107)	0.746*** (0.096)	0.787*** (0.093)	0.788*** (0.083)	0.751*** (0.100)
GDPG	-0.615* (0.344)	-0.576* (0.341)	-0.763** (0.360)	-0.646* (0.353)	-0.752** (0.358)	-0.689* (0.352)
FO	0.509 (2.627)	0.963 (2.509)	1.472 (2.564)	1.934 (2.546)	1.094 (2.649)	1.784 (2.562)
TO	-0.333*** (0.094)	-0.364*** (0.096)	-0.287*** (0.091)	-0.293*** (0.101)	-0.258*** (0.093)	-0.287*** (0.092)
COR	15.703* (8.914)					
POS		9.098** (4.176)				
RUL			11.394 (10.844)			
VOI				1.850 (7.258)		
GEF					9.660 (8.701)	
REG						9.611 (11.247)
AR (2) test	0.26	0.41	0.35	0.38	0.27	0.22
Sargan test	0.46	0.49	0.39	0.36	0.42	0.42

Nguồn: Tính toán từ phần mềm Stata

Ghi chú: dấu \*\*\*, \*\*, \*: ký hiệu lần lượt cho các mức ý nghĩa 1%, 5%, và 10%, số liệu trong ( ) là sai số chuẩn.

Kết quả ước lượng tại Bảng 4 kết quả thực nghiệm của mô hình tuyến tính (phương trình 3.1) bằng phương pháp tiếp cận dữ liệu bảng động GMM, với các mô hình từ 1a đến 6a lần lượt từng biến thể chế được đưa vào. Biến trễ phụ thuộc  $FD(-1)$  có ý nghĩa thống kê, ngụ ý rằng GMM là một phương pháp ước lượng thích hợp và có thể dựa vào kết quả thực nghiệm để thực hiện suy luận thống kê. Trong đó, hai biến thể chế COR và POS mang tác động dương còn GDPG và TO mang tác động âm có ý nghĩa thống kê tới phát triển tài chính. Kết quả về sự tác động nghịch chiều của tăng trưởng kinh tế đến phát triển tài chính tuy ngược với kỳ vọng nhưng tương đồng với nghiên cứu của Baltagi và cộng sự (2007) và có thể được giải thích thông qua tính nghịch chu kỳ của chính sách tiền tệ. Thực vậy các tử số của biến phụ thuộc là tín dụng nội địa thường được các ngân hàng trung ương lựa chọn là mục tiêu trung gian rõ ràng hoặc ngầm định của chính sách tiền tệ, kết hợp với sự tịnh tiến của mẫu số là GDP. Do đó, mối quan hệ nghịch chiều giữa GDP và các chỉ số ngân hàng về phát triển tài chính không là sự bất thường, đặc biệt là ở tần suất hàng năm, trùng với các hoạt động của chính sách tiền tệ. Tương tự, độ mở thương mại cũng tác động âm có ý nghĩa thống kê đến phát triển tài chính. Trên khía cạnh nghiên cứu thực nghiệm, tác động của độ mở thương mại đến phát triển tài chính cho kết quả rất khác nhau. Anutechia (2010) không phát hiện ảnh hưởng của độ mở thương mại đến phát triển tài chính. Hu và Iyke (2018) kết luận độ mở thương mại làm gia tăng phát triển tài chính trong dài hạn, tuy nhiên xét trong ngắn hạn, tác động của nó đến phát triển tài chính là không rõ ràng và có xu hướng ảnh hưởng nghịch chiều đến phát triển tài chính. Khi các quốc gia được phân chia thành hai nhóm có thu nhập thấp và thu nhập trung bình

thì độ mở tài chính có tác động tích cực đến phát triển tài chính đối với nhóm trước trong khi đó lại có tác động bất lợi cho phát triển tài chính đối với nhóm sau. Bayar (2017) cho rằng chất lượng thể chế và quy định là cần thiết cho sự tương tác tích cực giữa sự mở cửa thương mại và sự phát triển của tài chính. Do đó, sự tương tác không đáng kể hay tiêu cực giữa độ mở thương mại và phát triển tài chính là kết quả của sự phát triển không đầy đủ của thể chế. Trong khi đó, với sáu biến dẫn xuất cho vấn đề thể chế lần lượt được đưa vào mô hình, có hai biến là tham nhũng và sự ổn định chính trị tác động dương có ý nghĩa thống kê đến phát triển tài chính, phù hợp với giả thuyết thể chế kinh tế của Acemoglu và cộng sự (2004). Kết quả về sự ảnh hưởng của ổn định chính trị đến phát triển tài chính cũng được tìm thấy trong nghiên cứu của Roe và Siegel (2008) cho rằng bất ổn chính trị cản trở phát triển tài chính, ổn định chính trị chính là yếu tố then chốt giải thích cho sự phát triển tài chính khác nhau giữa các quốc gia trên thế giới.

Bảng 5 thể hiện kết quả ước lượng của phương trình (3.2), kiểm tra mối quan hệ phi tuyến giữa phát triển tài chính và thể chế. Việc bổ sung thêm yếu tố thể chế được bình phương cho phép hình thành chuyển động có dạng U của yếu tố này. Kết quả thực nghiệm cho thấy ngoại trừ hai dẫn xuất VOI và GEF không có ý nghĩa thống kê, bốn dẫn xuất còn lại đều có mối quan hệ phi tuyến với tín dụng nội địa được cung ứng bởi khu vực tài chính. Các hệ số của thể chế và thể chế bình phương lần lượt là âm và dương. Điều này cho thấy tồn tại một mối quan hệ hình chữ U về chất lượng thể chế phát triển tài chính. Điều này tương đồng với nghiên cứu của Law và Saini (2008). Giá trị ngưỡng của chất lượng thể chế là các biến COR, POS, RUL, REG cũng được xác định cho các quốc gia trong mẫu nhằm làm sáng tỏ hơn về mặt

định lượng tầm quan trọng của chất lượng thể chế đến phát triển tài chính, theo đó giá trị của chúng lần lượt là 0.37, 0.26, 0.54 và 0.62. Điều này có nghĩa là trong bối cảnh chất lượng thể chế của các quốc gia thấp hơn hay bằng mức ngưỡng, chất lượng thể chế có tác động tiêu

cực đến phát triển tài chính, tức là phát triển tài chính bị suy giảm khi chất lượng thể chế được cải thiện. Tuy nhiên, khi chất lượng thể chế vượt ngưỡng, tác động của chất lượng thể chế đến sẽ trở nên tích cực. Nói cách khác, việc cải cách thể chế dẫn đến phát triển tài chính.

**Bảng 5. Kết quả ước lượng GMM (Mô hình phi tuyến tính, phương trình 3.2)**

Các biến	Mô hình 1b	Mô hình 2b	Mô hình 3b	Mô hình 4b	Mô hình 5b	Mô hình 6b
FD (-1)	1.150*** (0.066)	1.096*** (0.063)	0.924*** (0.080)	1.089*** (0.067)	1.036*** (0.077)	1.082*** (0.063)
GDPG	-0.022 (0.231)	-0.738** (0.344)	-0.097 (0.317)	-0.029 (0.232)	0.048 (0.184)	-0.431 (0.320)
FO	1.981 (3.095)	0.631 (3.227)	3.044 (3.142)	1.503 (2.935)	-1.416 (1.608)	-1.830 (1.771)
TO	-0.067 (0.081)	-0.020 (0.088)	-0.269** (0.115)	-0.273** (0.116)	-0.069 (0.072)	-0.078 (0.084)
COR	-43.586** (22.180)					
COR <sub>2</sub>	32.993** (16.510)					
POS		-23.682** (11.932)				
POS <sub>2</sub>		12.227* (6.378)				
RUL			-48.128*** (15.814)			
RUL <sub>2</sub>			51.589*** (17.012)			
VOI				-12.957 (12.753)		
VOI <sub>2</sub>				9.816 (11.145)		
GEF					37.091** (18.215)	
GEF <sub>2</sub>					-29.983 (18.860)	
REG						-39.638* (23.783)
REG <sub>2</sub>						48.951** (23.280)
AR (2) test	0.83	0.71	0.93	0.70	0.70	0.49
Sargan test	0.21	0.50	0.60	0.18	0.21	0.65

Nguồn: Tính toán từ phần mềm Stata

Ghi chú: dấu \*\*\*, \*\*, \*: ký hiệu lần lượt cho các mức ý nghĩa 1%, 5%, và 10%, số liệu trong ( ) là sai số chuẩn.

## 5. Kết luận và hàm ý chính sách

Cả hai nhân tố phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế đều là nguồn gốc của tăng trưởng kinh tế (Law và Azman-Saini, 2008). Trong đó, nghiên cứu này xem xét vai trò của chất lượng thể chế ảnh hưởng đến sự phát triển tài chính tại các quốc gia đang phát triển ở Châu Á giai đoạn 2000–2015. Kết quả thực nghiệm cho thấy chất lượng thể chế mà đặc biệt là yếu tố tham nhũng là sự ổn định chính trị làm gia tăng đáng kể sự phát triển tài chính mà yếu tố tín dụng nội địa được cung ứng bởi khu vực tài chính được sử dụng trong phân tích. Bên cạnh đó, tăng trưởng kinh tế và mở cửa thương mại cũng là hai yếu tố có tầm quan trọng về mặt thống kê đối với phát triển tài chính, tuy nhiên tác động của chúng đến phát triển tài chính là nghịch chiều. Nghiên cứu cũng phát hiện rằng tác động của chất lượng thể

chế đến phát triển tài chính không đơn điệu và phụ thuộc vào các dẫn xuất của thể chế. Trong số sáu chỉ số chất lượng thể chế, chỉ số tham nhũng, sự ổn định chính trị, tuân thủ pháp luật và chất lượng quản lý có mối quan hệ hình chữ U với sự phát triển tài chính. Kết quả này cho thấy chất lượng thể chế đóng góp vào phát triển tài chính khi mà nó vượt mức ngưỡng. Do đó việc cải thiện chất lượng thể chế hơn nữa có vai trò then chốt nhằm phát triển thị trường tài chính hơn nữa tại các quốc gia đang phát triển tại châu Á. Chính phủ của các nền kinh tế này nên áp dụng các chính sách quản lý hoạt động thị trường tài chính cho khu vực tư nhân một cách có kỷ luật và tăng cường cơ sở hạ tầng thể chế nhằm khai thác các khía cạnh có lợi của các thể chế cụ thể, khuyến khích sự phát triển của thị trường tài chính.

## Tài liệu tham khảo

- Acemoglu, D., Johnson, S., & Robinson, J. A. (2004). Institutions as a fundamental cause of long-run growth. *NBER Working paper 10481*.
- Demetriades, P., & Andrianova, S. (2004). Finance and growth: what we know and what we need to know. In *Financial development and economic growth* (pp. 38-65). Palgrave Macmillan, London.
- Anutechia, A. S. (2010). Linkages between Financial Development and Openness: panel evidence from developing countries. *MPRA paper no. 26926*.
- Arestis, P., & Demetriades, P. (1997). Financial development and economic growth: assessing the evidence. *The economic journal*, 107(442), 783-799.
- Baltagi, B. H., Demetriades, P. O., & Law, S. H. (2009). Financial development and openness: Evidence from panel data. *Journal of development economics*, 89(2), 285-296.
- Baumol, W. (1993). *Entrepreneurship, Management and the Structure of Payoffs*. London: The MIT Press.
- Bayar, Y., Akyuz, F., & Erem, I. (2017). Openness and Financial Development in Central and Eastern European Countries. *Studies in Business and Economics*, 12(3), 5-16.
- Chinn, M. D., & Ito, H. (2002). *Capital account liberalization, institutions and financial development: cross country evidence* (No. w8967). National Bureau of Economic Research.
- Claessens, S., & Leaven, L. (2003). What Drives Bank Competition, Some International Evidence World Bank Policy, *Working Paper 3113*.



- Garretsen, H., Lensink, R., & Sterken, E. (2004). Growth, financial development, societal norms and legal institutions. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 14(2), 165-183.
- Ho, S. Y., & Njindan Iyke, B. (2018). Short-and Long-term Impact of Trade Openness on Financial Development in Sub-Saharan Africa. *MPRA Working Paper 84272*.
- Kaufman, D. (10). Myths about Governance and Corruption,”. *Finance and Development*, 42(3), 2005.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The journal of finance*, 52(3), 1131-1150.
- Law, S. H., & Azman-Saini, W. N. W. (2008). The quality of institutions and financial development. *MPRA paper no. 12107*.
- Levine, R. (2001). International financial liberalization and economic growth. *Review of international Economics*, 9(4), 688-702.
- North, D. C. (1991). Institutions. *Journal of economic perspectives*, 5(1), 97-112.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (2003). The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century. *Journal of financial economics*, 69(1), 5-50.
- Roe, M. J., & Siegel, J. I. (2009). Finance and politics: A review essay based on Kenneth Dam’s analysis of legal traditions in the law-growth nexus. *Journal of Economic Literature*, 47(3), 781-800.