

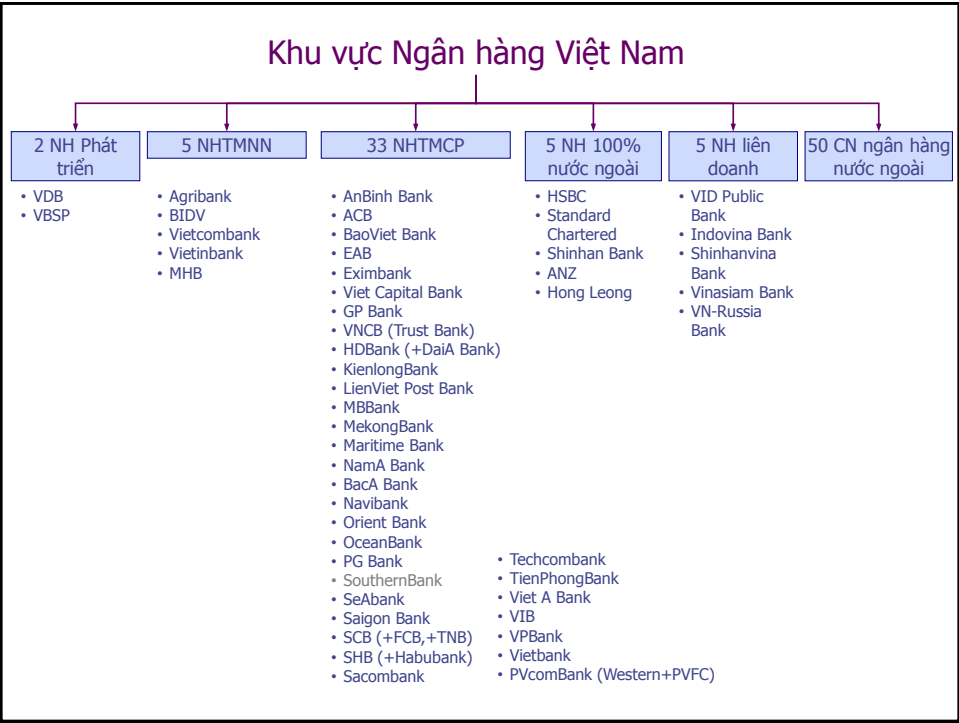
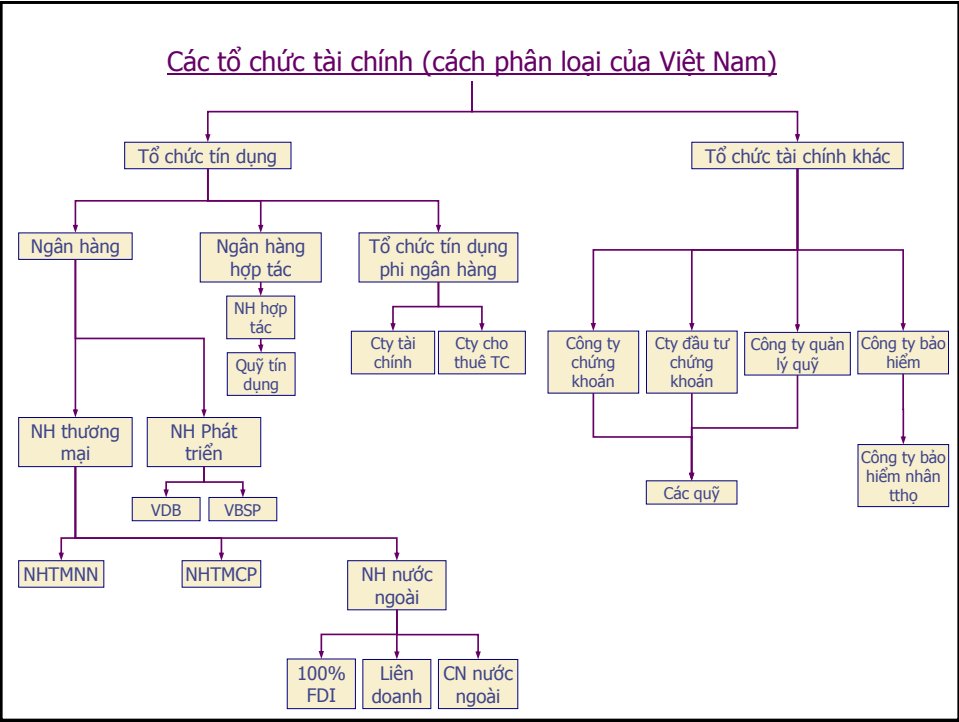
Bài 1: Tài chính và tăng trưởng

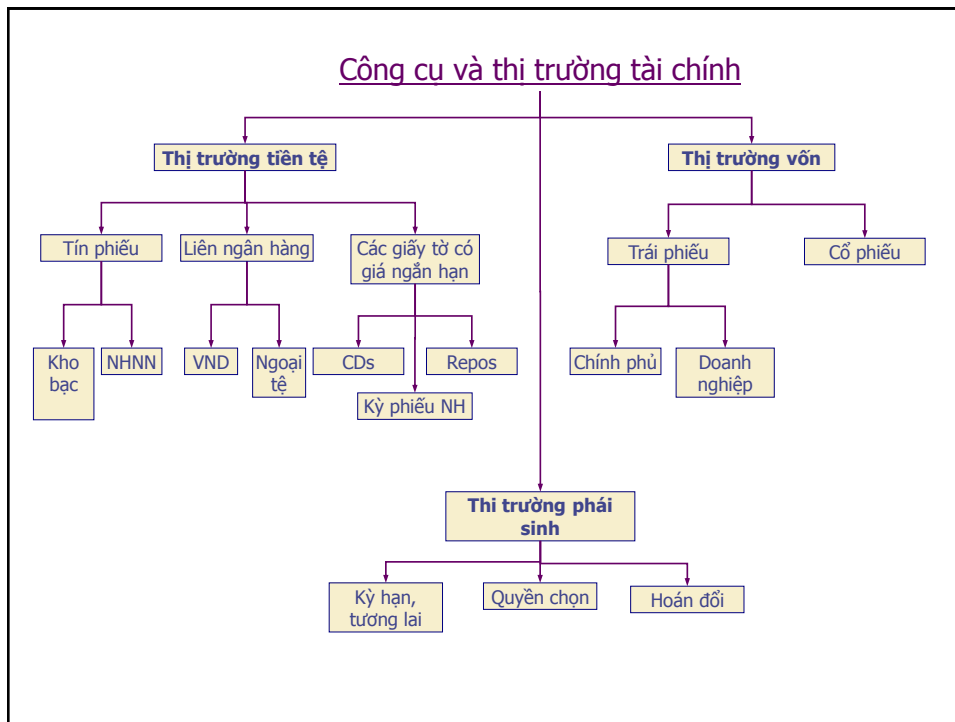
Tài chính Phát triển

Giảng viên: Nguyễn Xuân Thành

Các thành phần của hệ thống tài chính

- ◆ Tổ chức tài chính
- ◆ Công cụ tài chính
- ◆ Thị trường tài chính
- ◆ Cơ sở hạ tầng tài chính





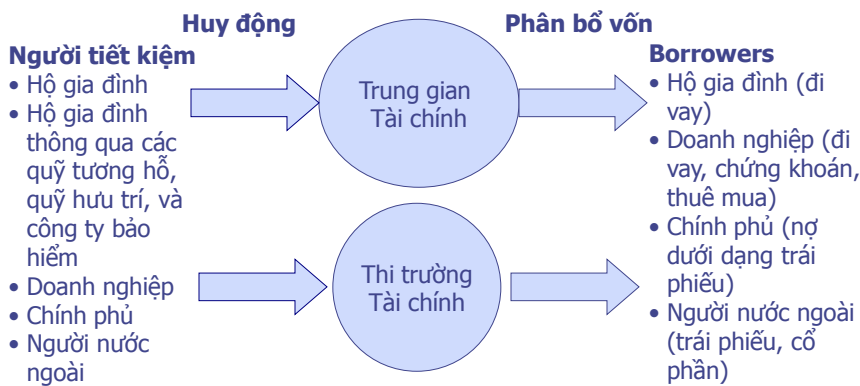
Cơ sở hạ tầng tài chính

- ◆ Cơ sở hạ tầng tài chính là khuôn khổ các luật lệ và hệ thống làm nền tảng để các bên (tiết kiệm – cho vay; đi vay - đầu tư) lập kế hoạch, đàm phán và thực hiện các giao dịch tài chính
- ◆ Cơ sở hạ tầng tài chính tạo điều kiện cho hoạt động hiệu quả của hệ thống tài chính.
- ◆ Các thành phần của cơ sở hạ tầng:
 - ✓ Cấu trúc pháp lý (bao gồm cả nguyên tắc và cơ chế thực thi hợp đồng).
 - ✓ Nguồn lực giám sát và thực thi.
 - ✓ Cung cấp thông tin (ví dụ như nguyên tắc và chuẩn mực kiểm toán, cơ quan thông tin tín dụng, tổ chức xếp hạng tín nhiệm, công chứng).
 - ✓ Cơ sở thanh khoản.
 - ✓ Hệ thống giao dịch và thanh toán chứng khoán (vd: nơi cung cấp dịch vụ giao dịch và niêm yết, điều lệ giao dịch, CSHT thông tin và truyền thông).

Các chức năng của hệ thống tài chính

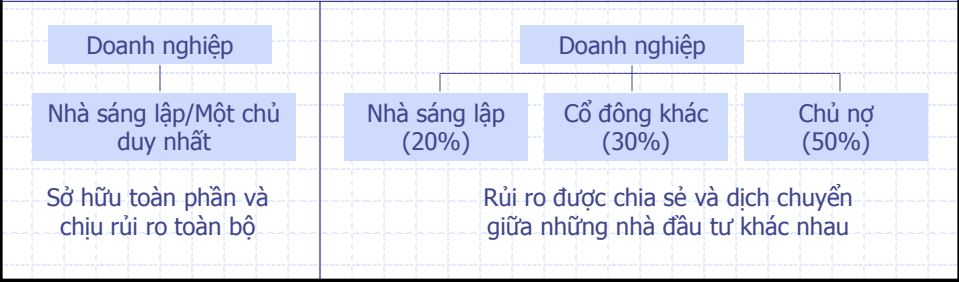
- ◆ Huy động tiết kiệm
- ◆ Phân bổ vốn
- ◆ Chuyển giao và phân bổ rủi ro
- ◆ Giám sát quản trị

Huy động tiết kiệm và phân bổ vốn



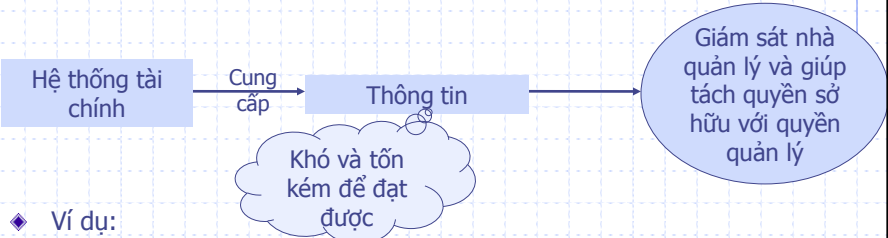
Chuyển giao và phân bổ rủi ro

- ◆ Rủi ro luôn vốn có trong mọi giao dịch tài chính.
- ◆ Một hệ thống tài chính hoạt động tốt cung cấp phương tiện để đa dạng hóa hoặc tổng hòa rủi ro giữa các một số lượng lớn người gửi tiền và các nhà đầu tư.
- ◆ Rủi ro được chia sẻ và dịch chuyển giữa người tiết kiệm và người đầu tư theo các hình thức khác nhau và thông qua các công cụ tài chính khác nhau.



Quản lý giám sát

- ◆ Một hệ thống tài chính phân phối và giám sát việc sử dụng vốn



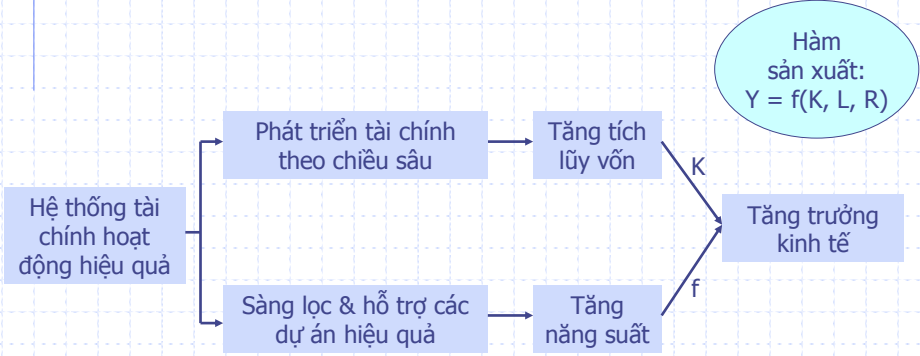
- ◆ Ví dụ:
 - ✓ Các ngân hàng đánh giá mức độ tín nhiệm và tính khả thi của dự án đầu tư của khách hàng vay trước khi cho vay và đe dọa ngừng cho vay nếu việc đầu tư sau đó chứng tỏ không hiệu quả.
 - ✓ Trái chủ sử dụng kế ước trái phiếu để hạn chế các công ty đang đi vay khỏi việc phát hành thêm trái phiếu nhằm kiểm soát rủi ro tín dụng của trái phiếu của họ.
 - ✓ Thâu tóm thù địch trên thị trường chứng khoán gây áp lực lên hiệu quả quản lý.

Hệ thống tài chính và phát triển kinh tế

- ◆ **TƯƠNG QUAN** giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế.
- ◆ **NHÂN QUẢ** quả giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế.
 - Phát triển tài chính dẫn phát triển kinh tế, hay
 - Phát triển tài chính theo sau phát triển kinh tế

Cơ sở lý thuyết về quan hệ nhân quả giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế

- ◆ Hệ thống tài chính hoạt động hiệu quả dẫn tới:
 - ✓ Tăng tiết kiệm và đầu tư
 - ✓ Tăng năng suất





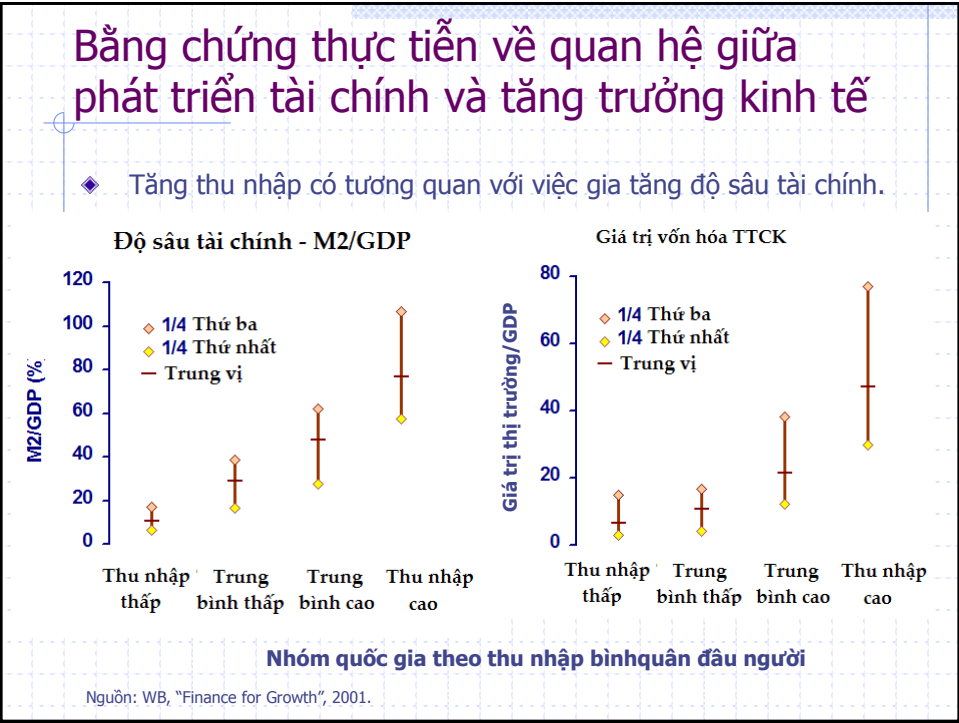
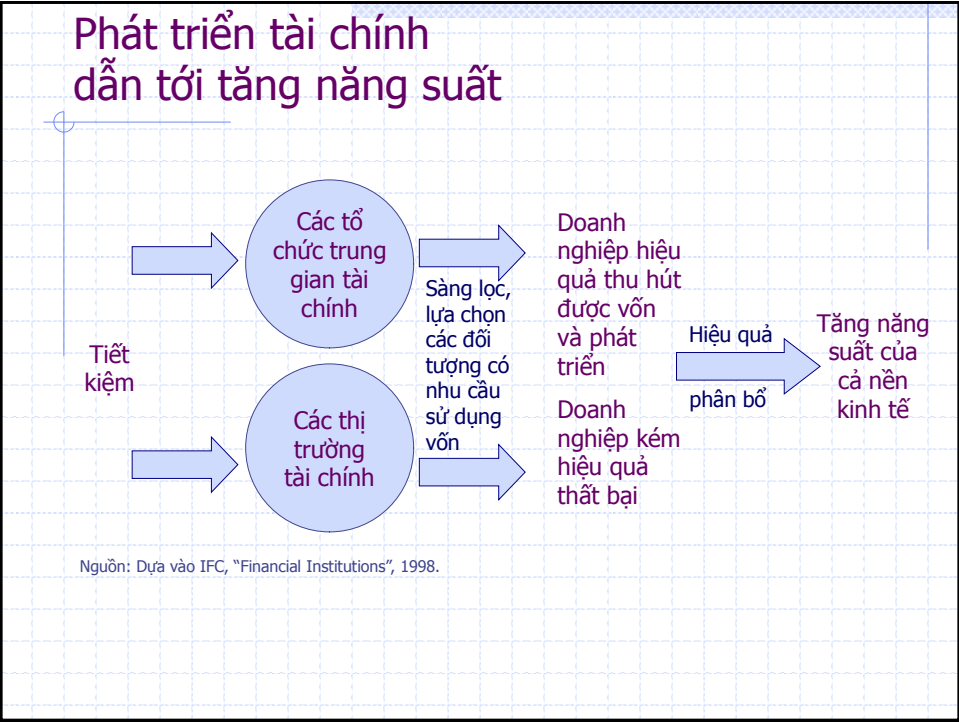
Độ sâu tài chính

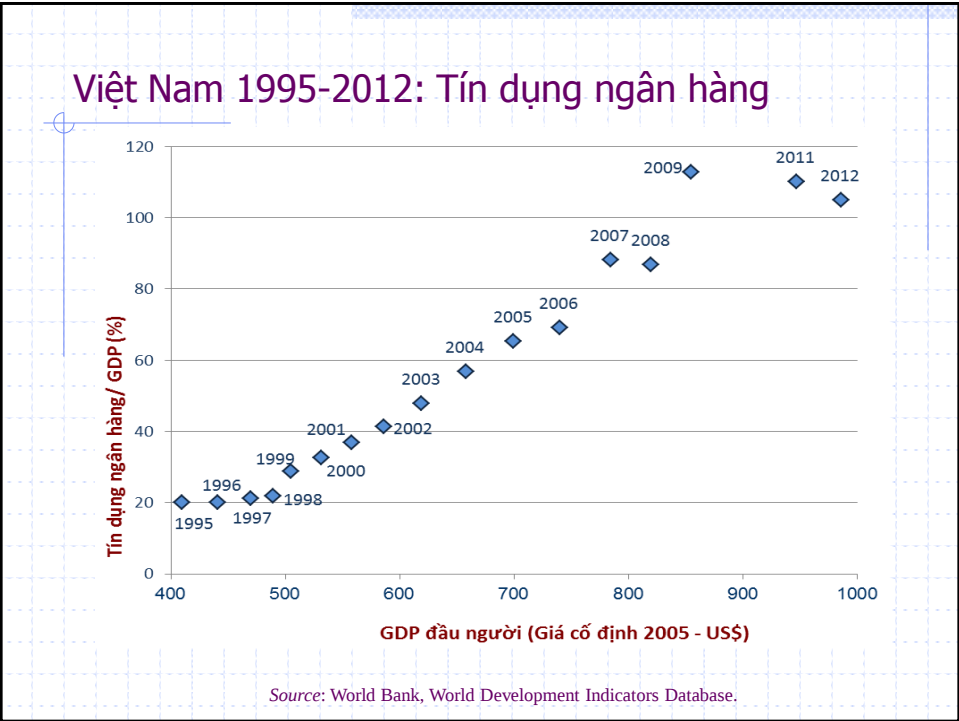
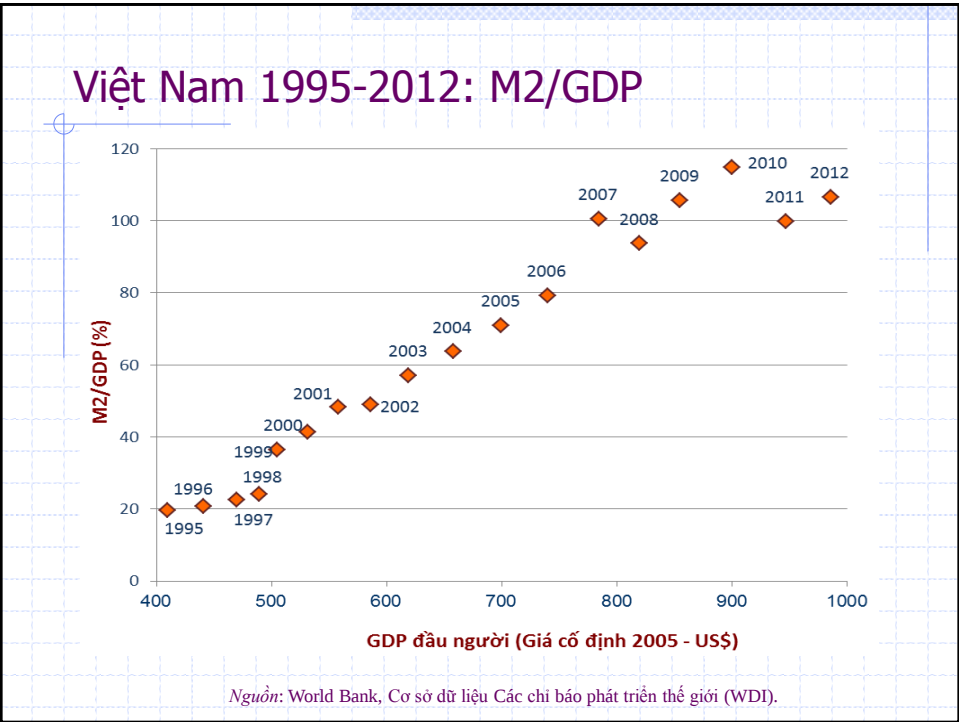
- ◆ Độ sâu tài chính có nghĩa là tăng tỷ lệ tài sản tài chính so với GDP
- ◆ Hệ thống tài chính hiệu quả
 - ✓ Khuyến khích tiết kiệm; và
 - ✓ Tăng đầu tư.
- ◆ Nhà tiết kiệm có thể đầu tư và hệ thống tài chính và đạt được lợi nhuận
- ◆ Nhà đầu tư có thể tiếp cận các nguồn tiết kiệm khác thay vì của chính họ và do đó tăng đầu tư vốn
- ◆ Đo lường độ sâu tài chính
 - ✓ $M2/GDP$, $M3/GDP$
 - ✓ Tín dụng
 - ✓ Trữ lượng vốn /GDP
 - ✓ Vốn trái phiếu

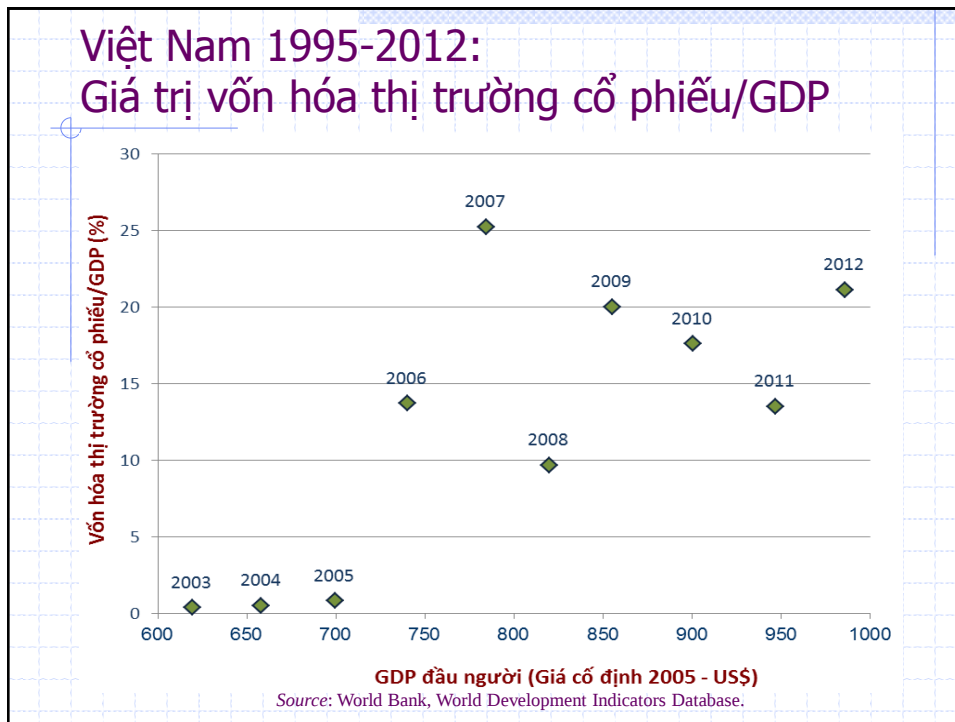
Tăng

- Tiền gửi
- Cho vay
- Cung cụ nợ ngắn hạn
- Trái phiếu
- Cổ phiếu
- Bảo hiểm
- Hưu trí

Nguồn: IFC, "Financial Institutions", 1998.







Nghiên cứu thực nghiệm về tài chính và tăng trưởng

- ◆ Hồi quy chéo đơn giản giữa các quốc gia
- ◆ Các kỹ thuật kinh tế lượng khác nhau để xem xét kỹ hơn mối tương quan và kiểm soát các thiên lệch nảy sinh từ các yếu tố nội sinh và bỏ sót các biến (phương pháp biến công cụ, sai biệt trong sai biệt, dữ liệu cấp vi mô và cấp công ty)

Hồi quy chéo đơn giản giữa các quốc gia

◆ Goldsmith (1969)

- ✓ Dữ liệu của 35 nước thời kỳ 1860 đến 1963 về giá trị tài sản của các trung gian tài chính so với sản lượng kinh tế
- ✓ Quy mô tương đối của các trung gian tài chính so với quy mô của nền kinh tế tăng lên khi kinh tế phát triển

◆ King và Levine (1993)

- ✓ Dữ liệu 77 nước thời kỳ 1960-1989
- ✓ Kiểm soát có hệ thống các yếu tố khác ảnh hưởng đến tăng trưởng dài hạn
- ✓ Kiểm tra sự tích lũy vốn và các kênh tăng năng suất
- ✓ Xây dựng thêm các thước đo về sự phát triển tài chính và phân tích xem liệu mức độ phát triển tài chính có dự báo được tăng trưởng kinh tế dài hạn, tích lũy vốn và tăng trưởng năng suất không.

King và Levine (1993)

◆ Hồi quy chéo giữa 77 nước:

$$G(j) = \alpha + \beta F(i) + \gamma X + \varepsilon$$

◆ $G(j)$: giá trị của chỉ báo tăng trưởng thứ j trung bình trong thời kỳ 1960-1989

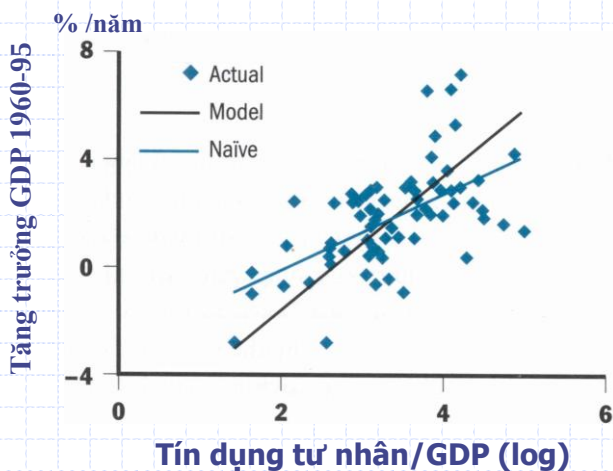
- ✓ Tốc độ tăng trưởng trung bình GDP thực đầu người
- ✓ Tỷ lệ tăng trưởng trung bình về trữ lượng vốn đầu người
- ✓ Tăng trưởng năng suất các yếu tố tổng hợp (TFP)

◆ $F(i)$: giá trị của chỉ báo thứ i về sự phát triển tài chính bình quân thời kỳ 1960-1989

◆ X : ma trận thông tin điều kiện để kiểm soát các yếu tố khác liên quan đến tăng trưởng kinh tế (ví dụ, thu nhập bình quân đầu người, giáo dục, ổn định chính trị, các chỉ báo về tỷ giá, ngoại thương, chính sách tài khóa, tiền tệ.)

Bằng chứng thực tiễn về phát triển tài chính dẫn tới tăng trưởng kinh tế

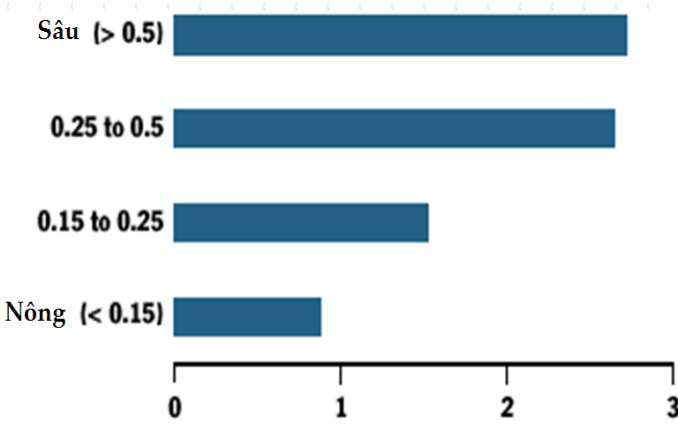
◆ Độ sâu tài chính là biến số giúp dự đoán tăng trưởng kinh tế.



Nguồn: WB, "Finance for Growth", 2001.

Độ sâu tài chính và tăng trưởng kinh tế

Tài sản nợ thành
khoản/GDP, 1960



Tăng trưởng GDP bình quân, 1960-95 (%/năm)

Nguồn: WB, "Finance for Growth", 2001.

Thêm yếu tố thị trường cổ phiếu vào các nghiên cứu chéo giữa các quốc gia về tăng trưởng - Levine và Zervos (1998)

- ◆ Xây dựng nhiều phép đo về sự phát triển thị trường cổ phiếu để đánh giá mối quan hệ giữa phát triển thị trường cổ phiếu với tăng trưởng kinh tế, tích lũy vốn và tăng trưởng năng suất trong một mẫu gồm 42 quốc gia giai đoạn 1976-1993.
- ◆ Kiểm soát các yếu tố tăng trưởng tiềm năng khác, bao gồm cả sự phát triển của khu vực ngân hàng.
- ◆ Phát hiện ra rằng mức độ ban đầu của thanh khoản thị trường cổ phiếu có mối quan hệ dương và có ý nghĩa với tốc độ tăng trưởng kinh tế trong tương lai, với tích lũy vốn và tăng trưởng năng suất trong vòng 18 năm tới, ngay cả sau khi đã kiểm soát thu nhập ban đầu, giáo dục, lạm phát, chi tiêu chính phủ, mức bù rủi ro tỷ giá thị trường chợ đen, và sự ổn định chính trị.

Sử dụng biến công cụ trong các nghiên cứu chéo giữa các nước về tăng trưởng

- ◆ While King và Levine (1993) và Levine và Zervos (1998) cho thấy rằng phát triển tài chính dự báo tăng trưởng kinh tế, kết quả này không giải quyết được vấn đề nhân quả. Nó có thể chỉ đơn giản là trường hợp thị trường tài chính phát triển theo dự đoán về các hoạt động kinh tế tương lai.
- ◆ Để đánh giá liệu các mối quan hệ tài chính - tăng trưởng được thúc đẩy bởi sự thiên lệch đồng thời, chúng ta cần các biến công cụ để giải thích sự khác biệt giữa các quốc gia về phát triển tài chính nhưng không tương quan với tăng trưởng kinh tế vượt ra ngoài các liên kết với sự phát triển tài chính và các yếu tố tăng trưởng khác.
- ◆ Levine (1998, 1999) và Levine, Loayza, và Beck (2000) sử dụng nghiên cứu của La Porta et al (LLSV, 1998) sử dụng yếu tố nguồn gốc pháp luật làm biến công cụ.

Levine, Loayza, và Beck (2000)

- ◆ Phương pháp tổng quát hóa về các khoảng khắc (GMM) hồi quy ở 71 nước
- ◆ $G(j)$ là tăng trưởng GDP thực đầu người thời kỳ 1960-95. Các chỉ báo nguồn gốc luật pháp, Z , được sử dụng làm biến công cụ để đo lường phát triển tài chính, $F(i)$. X được sử dụng như một biến ngoại sinh bổ sung.
- ◆ Nguồn gốc pháp luật có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng GDP đầu người chỉ thông qua các chỉ số phát triển tài chính và các biến trong nhóm thông tin điều kiện, X .
- ◆ Kết quả cho thấy một sự kết nối mạnh mẽ giữa các thành phần ngoại sinh của phát triển trung gian tài chính và tăng trưởng kinh tế dài hạn.

Dữ liệu bảng, chuỗi thời gian, và nghiên cứu tình huống về tài chính và tăng trưởng

- ◆ Phương trình hồi quy

$$y_{i,t} = \alpha' X^1_{i,t} + \beta' X^2_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon$$
- ◆ y thể hiện biến phụ thuộc
- ◆ X^1 thể hiện tập hợp các biến giải thích trễ
- ◆ X^2 là tập hợp các biến giải thích đồng thời
- ◆ μ là một quốc gia không được quan sát cụ thể
- ◆ λ là một tác động thời gian cụ thể
- ◆ ε là sai số thời gian khác nhau
- ◆ i và t lần lượt thể hiện quốc gia và khoảng thời gian (5-năm).

Lợi ích của phân tích dữ liệu Bảng

- ◆ Khai thác chuỗi thời gian và sự thay đổi chéo trong dữ liệu
- ◆ Tránh các thiên lệch phát sinh trong các hồi quy chéo
- ◆ Cho phép sử dụng các biến công cụ cho tất cả các biến hồi quy và do đó cung cấp các ước tính chính xác hơn về mối quan hệ tài chính - tăng trưởng.

Các nghiên cứu tình huống

- ◆ Jayaratne và Strahan (1996)
 - ✓ Xem xét tác động của tài chính lên tăng trưởng kinh tế bằng cách xem xét các bang riêng lẻ ở Mỹ.
 - ✓ Từ đầu thập niên 1970, 35 bang đã nới lỏng các trở ngại lên việc lập các chi nhánh ngân hàng trong bang.
 - ✓ Kết quả: cải cách chi nhánh đã thúc đẩy tăng chất lượng cho vay và tăng tốc độ tăng trưởng thu nhập bình quân.
- ◆ Guiso, Sapienza, và Zingales (2002)
 - ✓ Xem xét các vùng riêng lẻ ở nước Ý.
 - ✓ Kết quả: Phát triển tài chính địa phương (i) tăng cường khả năng người dân bắt đầu khởi nghiệp, (ii) tăng cạnh tranh ngành, và (iii) thúc đẩy tăng trưởng của các doanh nghiệp.

Các nghiên cứu cấp doanh nghiệp và cấp ngành

◆ Rajan và Zingales (1998).

- ✓ Các trung gian và thị trường tài chính phát triển tốt hơn giúp thị trường vượt qua các rào cản làm phân hóa giữa mức giá của tài chính trong nước và nước ngoài.

$$Growth_{i,k} = \sum_j \alpha_j Country_j + \sum_l \beta_l Industry_l + \gamma Share_{i,k} + \delta (External_k * FD_i) + \varepsilon_{i,k}$$

◆ Demirgüç-Kunt và Maksimovic (1998)

- ✓ Cho dù sự phát triển tài chính có ảnh hưởng đến mức độ mà ở đó các công ty bị hạn chế đầu tư vào các cơ hội tăng trưởng lợi nhuận.

Tính phi tuyến tính trong các mối quan hệ giữa tài chính và tăng trưởng

- ◆ Tác động của phát triển tài chính rõ nét nhất ở các quốc gia thu nhập trung bình
- ◆ Tác động suy giảm tài chính và tăng trưởng ở các nước phát triển giàu có hơn
- ◆ Arcand, Berkes, và Panizza (2011) nhận thấy rằng quan hệ giữa tài chính và phát triển là nghịch biến ở các nước thu nhập cao, ngưỡng xác định là quy mô tín dụng tư nhân so với GDP là 110%, với quan hệ nghịch biến giữa tài chính với tăng trưởng tại điểm ngoặt 150% tín dụng tư nhân so với GDP, mức mà nhiều nước thu nhập cao đạt được vào thập niên 2000.

Các giải thích về các kết quả phi tuyến

- ◆ Các thước đo về độ sâu tài chính mà các nghiên cứu đã sử dụng có thể quá đơn giản và thô thiển để nắm bắt được những cải thiện về mặt chất lượng ở mức độ phát triển tài chính cao.
- ◆ Phát triển tài chính giúp đuổi kịp đường biên năng suất, nhưng bị giới hạn và không có tác động tăng trưởng đối với những quốc gia ở gần hoặc ở ngay đường biên.
- ◆ Tác động tăng trưởng của độ sâu tài chính thể hiện qua doanh nghiệp thay vì là tín dụng hộ gia đình.
- ◆ Hệ thống tài chính có thể thực sự đã phát triển quá lớn tương đối so với nền kinh tế thực khi nó bòn rút các đặc lợi thông tin quá mức và bằng cách này đã thu hút quá nhiều tài năng trẻ tham gia vào ngành tài chính.
- ◆ Hệ thống tài chính có thể phát triển quá lớn do sự hỗ trợ của các mạng lưới an toàn mà kết quả là chấp nhận rủi ro quá nhiều và sự mở rộng quá mức của hệ thống tài chính.

Phát triển tài chính và tính mong manh của tài chính

- ◆ Sự chuyển đổi kỳ hạn và thanh khoản từ các khoản tiết kiệm ngắn hạn và các khoản tiền gửi thành các khoản đầu tư dài hạn là cốt lõi của những tác động tích cực của hệ thống tài chính lên nền kinh tế thực, nhưng nó lại làm cho hệ thống dễ bị những cú sốc, với khả năng mất thanh khoản và/hay đổ vỡ ngân hàng.
- ◆ Tình trạng bất đối xứng thông tin và tiếp theo là hệ quả của vấn đề ủy quyền giữa người tiết kiệm và doanh nghiệp, mà các ngân hàng có vai trò làm giảm bớt, cũng có thể biến thành một nguồn gây đổ vỡ do xung đột mang tính ủy quyền giữa người gửi tiền và ngân hàng.
- ◆ Khó khăn trong giám sát hành động, sự không rõ ràng trong các báo cáo tài chính của ngân hàng và nhiều chủ nợ lớn (so với các công ty trong nền kinh tế thực) làm suy yếu kỷ luật thị trường và khuyến khích các ngân hàng chấp nhận quá nhiều rủi ro, cuối cùng dẫn đến tình trạng dễ bị tổn thương của hệ thống tài chính.